

LES VARIATIONS DU TAUX DE L'INTÉRÊT A LONG TERME EN FRANCE DEPUIS 1928

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

présentée et soutenue le 9 Décembre 1937, à 14 heures

PAR

ALDO BRAGGIOTTI

Licencié ès-sciences politiques
et Licencié ès-sciences commerciales et économiques de l'Université de Lausanne

MEMBRES DU JURY :

Président	MM. BAUDIN, Professeur.
Suffragants	{ NOGARO, Professeur.
	{ OUALID, Professeur.

LIBRAIRIE GÉNÉRALE de DROIT et de JURISPRUDENCE

Ancienne Librairie Chevalier-Marescq et Cie et ancienne Librairie F. Pichon réunies

R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS, ADMINISTRATEURS

Librairie du Conseil d'Etat et de la Société de Législation comparée

20, RUE SOUFFLOT (5^e ARR^e)

—
1937

THÈSE POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

LES VARIATIONS DU TAUX
DE L'INTÉRÊT A LONG TERME
EN FRANCE DEPUIS 1928

THÈSE
POUR LE DOCTORAT EN DROIT

présentée et soutenue le 9 Décembre 1937, à 14 heures

PAR

ALDO BRAGGIOTTI

Licencié ès-sciences politiques

et Licencié ès-sciences commerciales et économiques de l'Université de Lausanne

MEMBRES DU JURY :

Président MM. BAUDIN, Professeur.

Suffragants . . . { NOGARO, Professeur.
 QUALID, Professeur.

LIBRAIRIE GÉNÉRALE de DROIT et de JURISPRUDENCE

Ancienne Librairie Chevalier-Marescq et Cie et ancienne Librairie F. Pichon réunies

R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS, ADMINISTRATEURS

Librairie du Conseil d'Etat et de la Société de Législation comparée

20, RUE SOUFFLOT (5^e ARR^e)

1937



INTRODUCTION

L'étude des variations du taux de l'intérêt à long terme présente certaines difficultés. Le taux de l'intérêt, en effet, n'est que la résultante d'un certain nombre de facteurs : formation d'épargne, finances publiques, émissions, etc... et pour approfondir complètement leur action sur le taux il conviendrait d'étudier chacun d'eux de façon complète. Se proposer l'étude des variations du taux, c'est donc, dans une certaine mesure, considérer plusieurs phénomènes de la vie économique sous un angle particulier et restreint, méthode qui n'est pas entièrement satisfaisante.

D'autre part, le taux de l'intérêt varie généralement sur des périodes assez longues. Il peut sembler arbitraire d'en avoir limité l'examen à quelques années et de faire état de fluctuations de courte durée, pour en tirer des déductions d'ordre général.

Mais le loyer de l'argent a subi depuis la stabilisation de 1928 des mouvements d'une très grande amplitude : tout d'abord une baisse profonde, puis une hausse non moins forte.

Or les dettes privées et surtout publiques sont devenues extrêmement lourdes depuis la guerre. Les variations du taux ont pour cette raison une influence considérable sur les finances de l'Etat et sur toute l'activité économique.

Il peut donc sembler justifié d'avoir entrepris cette étude, d'autant plus que l'évolution du taux en France a été diamétralement opposée à celle des autres pays et que le renchérissement de l'argent est un phénomène spécifiquement français, dont il importe de mettre en lumière les causes, les effets et les remèdes.

Dans une première partie, nous nous sommes attachés à l'exposé des variations du taux de l'intérêt à long terme, et à l'étude sommaire des phénomènes dont l'action peut avoir une influence sur ce taux : épargne, émissions, etc... La deuxième partie est consacrée à la recherche des causes qui déterminent ces variations, comparées aux causes de la période d'avant-guerre. Une troisième partie étudie l'importance de la diminution du taux, les moyens de la réaliser, et expose quelques-uns des précédents étrangers en la matière. Enfin les dévaluations de septembre 1936 et de juillet 1937 ont donné un nouvel aspect au problème : bien que le recul soit insuffisant pour pouvoir réellement juger de leurs conséquences, nous en avons examiné les premiers résultats et avons cherché à en prévoir les suites probables.

PREMIÈRE PARTIE

ETUDE DES FAITS

LES VARIATIONS DU TAUX
de 1928 à 1936

CHAPITRE PREMIER

DE LA STABILISATION DE 1928 A L'ALIGNEMENT MONÉTAIRE DE 1936

A. — 1928-1932

La date du 25 juin 1928, à laquelle fut votée la loi monétaire de stabilisation, sembla à l'époque, et avec raison, séparer nettement deux époques de l'histoire financière française. Elle fermait celle de déséquilibre budgétaire, d'instabilité monétaire, d'aggravation énorme de la dette publique, avec toutes ses inconnues. Désormais la monnaie redevenait une réalité fixe ; le budget était, non seulement équilibré, mais même en excédent ; l'amortissement de la dette était organisé, et cette dette qui depuis quinze ans n'avait cessé de croître avait atteint un plafond qu'elle ne dépasserait plus. Une ère normale commençait de nouveau pour les finances du pays.

Elle s'annonçait d'autant plus favorablement, que la prospérité économique régnait, et la formation régulière de l'épargne qui, même aux pires années de crise, n'avait jamais cessé, en assurerait les bases. Cette épargne serait, en outre, augmentée par les sommes rendues chaque année au marché des capitaux par la Caisse autonome d'Amortissement.

Le taux d'intérêt était, au jour de la stabilisation, un des éléments qui subissaient encore l'influence des

troubles récents. Si le crédit public était restauré, c'était de trop fraîche date pour que ce rétablissement eût pu porter tous ses fruits. Un de ses effets les plus normaux était l'abaissement du taux.

Pourtant, d'autres facteurs généraux agissaient à ce moment-là en sens contraire, en France comme dans le reste du monde : en particulier la demande élevée de capitaux, conséquence elle-même de la prospérité économique.

Mais les niveaux du taux d'intérêt, après les maxima invraisemblables atteints en 1925-27, étaient encore trop élevés par rapport à ceux étrangers et à la situation du pays, pour que les facteurs nationaux de baisse ne l'emportassent pas.

Une nouvelle cause devait du reste agir dans le même sens dès le courant de 1929 ; la crise boursière et économique qui détourne les capitaux de se placer dans des opérations spéculatives à court terme, et en général dans les valeurs à revenu variable.

La baisse du taux de l'intérêt de l'argent à long terme de 1928 à 1931 n'est donc que l'effet de l'élimination des causes anormales de hausse qui avaient prévalu précédemment. Comme la situation financière et monétaire française a retrouvé son équilibre, le taux d'intérêt reprend le sien et revient vers des niveaux normaux. Ainsi, dès 1930, le cours de la rente perpétuelle 3 % redevient égal à celui de 1913.

Cette baisse se poursuit régulièrement à partir de 1928 ; d'abord avec rapidité, à peine ralentie pendant les derniers mois de cette année ; puis plus lentement ; et enfin en 1930-31, le taux devient presque stable.

Cette baisse s'exerce naturellement en premier lieu sur les rentes, dont le cours monte et dont le rendement décroît proportionnellement ; elle se reflète également sur le cours des obligations privées, et enfin sur les conditions d'émission des emprunts nouveaux, tant publics que privés.

Cette évolution apparaît aux tableaux suivants où nous avons réuni les éléments les plus représentatifs du taux d'intérêt des capitaux à long terme :

- a) Cours des rentes ;
- b) Taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe ;
- c) Taux réel des obligations privées émises.

(Tableaux 1 et 2).

La baisse du taux d'intérêt s'est donc poursuivie régulièrement de 1928 à 1930. En 1930-1931, elle fait place à une grande stabilité.

Le taux, à ce moment, est descendu au niveau de 1913. Il semble qu'il se produise un arrêt dans l'amélioration du crédit de l'Etat, comme s'il était impossible de descendre plus bas.

Ce phénomène n'a point sa cause dans un affaiblissement des conditions favorables qui ont rétabli ce crédit, mais dans certaines positions techniques qui empêchent le loyer de l'argent de diminuer davantage.

En effet, on sait que quand sur un marché, une partie des fonds d'Etat ou des valeurs à revenu fixe élevé atteint et dépasse le pair, la hausse de ceux qui se trouvent au-dessous du pair s'en trouve automati-

TABLEAU N° 1

Cours des rentes du 26 juin 1928 au 16 septembre 1932

	26-6-28	fin 1928	1-7-29	fin 1929	30-6-30	fin 1930	30-6-31	fin 1931	30-6-32	1-8-32	31-8-32	16-9-32
3 % perpétuel	71,50	67,70	74,25	84,35	87,30	85,40	87,85	79,15	73,45	81,30	83,82	84,30
4 % 1918...	80,75	81,75	90,35	99,40	101,65	101,55	104	96,30	87,90	93,32	97,65	99,30
5 % 1915-1916	93,50	95,35	101,20	107,60	101,40	101,40	103,15	100,60	98,60	98,65	100,20	100,75

TABLEAU N° 2

Taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe — Taux moyen des obligations émises

	juin 1928	2 ^e sem. 1928	1 ^{er} sem. 1929	2 ^e sem. 1929	1 ^{er} sem. 1930	2 ^e sem. 1930	1 ^{er} sem. 1931	A. 31 minim.	2 ^e sem. 1931	1 ^{er} sem. 1932	juin 1932	3 ^e trim. 1932	Sept. 1932
Taux de capitalisation des valeurs à rev. fixe	5,21	5,14	5,09	4,69	3,80	3,86	3,62	3,48	3,78	4,64	5,15	4,82	4,67
Taux moyen des obligations émises..	juillet 1928	Janv. 1929	juillet 1929	Janv. 1930	juillet 1930	Janv. 1931	juillet 1931	août 1931	Janv. 1932	juillet 1932	août 1932	Sept. 1932	
	6,35	6,05	5,45	5,00	4,65	4,95	4,60	4,76	5,15	6,10	5,50	5,40	

quement freinée. Cela est surtout le cas, quand les fonds à taux élevé peuvent, en vertu des conditions d'émission, être convertis. Dès lors, le marché prend une position d'attente : les capitaux à placer, ignorant les conditions de la conversion future, c'est-à-dire le taux auquel l'Etat envisage de fixer son crédit, se réservent. Parfois même, pour peu que la conversion semble devoir être retardée, ces capitaux se porteront sur les valeurs convertibles qui n'ont dépassé le pair que de peu. En effet, le supplément d'intérêt que ces valeurs offrent compense la perte éventuelle que les porteurs subiront lors de la conversion du fait de la différence entre le cours d'achat et le pair.

Enfin, d'une façon générale intervient aussi, et en outre, un facteur psychologique. Tant qu'un Etat laisse sur le marché une part considérable de ses fonds au taux de 5 et 6 %, alors que ceux-ci sont convertibles, il est difficile que le loyer général de l'argent s'abaisse au-dessous de 4 %. Voici l'opinion à cet égard de M. LAMOUREUX dans son rapport sur la conversion présenté en septembre 1932 à la Commission des Finances de la Chambre :

« Il n'est pas douteux que les rentes à intérêt élevé
« comme le 6 % ont fait obstacle dans une large
« mesure à la hausse des valeurs à revenu fixe et au
« fléchissement corrélatif des taux de capitalisation. »

Cette situation s'était présentée dès les premiers jours de 1931, époque à laquelle certaines rentes devenaient convertibles légalement. Or, dès mars 1930, la rente 4 % atteignit le pair, le dépassait peu après

et marquait en moyenne pour l'année 1930 un cours de 101,56.

Ainsi, à partir de 1931, la conversion d'une très grosse masse de fonds publics était à la fois légalement et techniquement possible à un taux maximum de 4 % environ, ainsi qu'il résulte du tableau suivant :

			Convertible dès le	Montant à convertir
Rentes	5 % 1915-16..	1 ^{er} janvier 1931	16.200 millions	
—	6 % 1920 ..	—	25.600	—
—	6 % 1927 ..	1 ^{er} mai 1931	17.600	—
Obligat.	6 % 1927 ..	10 juillet 1931	4.560	—
				63.960 millions

Rien ne s'opposait à cette opération, et il est certain que le public la croyait prochaine dès le milieu de l'année 1931. Pourtant elle ne fut pas tentée.

Un projet avait pourtant été préparé à cette époque. C'est ce que rappelait, à la Chambre des Députés, le 16 septembre 1932, M. P.-E. FLANDIN. Si l'on compare la déclaration faite à cette séance par l'ancien ministre des Finances du cabinet Tardieu avec les indications officieuses obtenues l'année précédente, il est probable que le projet comportait la conversion en une rente 4 %.

Le succès de cette opération, si elle avait été tentée, n'était pas douteux. Le marché des capitaux n'offrait aucun placement plus avantageux en fonds à revenu fixe ; le public, après la baisse des actions commencée en 1929, s'était détourné des valeurs à revenu variable. Mais le cabinet renonça à la conversion, qu'il aurait faite si, pour reprendre les termes de M. FLANDIN, « il

n'avait pas eu à craindre quelques défaillances dans sa majorité. »

Certes, trois ans après une stabilisation qui avait consacré une réduction de valeur réelle de $\frac{4}{5}$ des fonds publics, en capital et en intérêts, cette conversion, privant encore les rentiers d'une portion importante de leur revenu, aurait été fraîchement accueillie par beaucoup de parlementaires. Il est pourtant permis de penser que toute opération qui fortifie le crédit public est en fin de compte la plus favorable aux porteurs de fonds d'Etat. Mais cette considération fut d'un poids insuffisant sans doute en regard du mécontentement immédiat et certain qu'auraient manifesté ces rentiers, et des répercussions électorales possibles.

Les huit premiers mois de 1931 marquent l'abaissement maximum du taux depuis la guerre. Le taux net de capitalisation des valeurs à revenu fixe atteint un premier minimum en avril, remonte légèrement et tombe à son niveau le plus bas en août 1931. En septembre, la crise anglaise éclate et le loyer de l'argent remonte rapidement, pour s'arrêter à un palier vers la fin de l'année. Puis, pendant le deuxième trimestre 1932, nouvelle hausse provoquée par les élections générales qui portent au pouvoir un gouvernement de Cartel. Mais bientôt, l'annonce par le cabinet HERRIOT de la mise au point d'une politique d'équilibre budgétaire et la prochaine conversion des rentes amènent une détente profonde et rapide en juillet-août 1932. Ces variations sont indiquées aux tableaux I et II *supra*.

B. — 1932. « UN MOMENT TOURNANT » DANS L'ÉVOLUTION
DU TAUX D'INTÉRÊT, ET LA CONVERSION DES RENTES

1931 aurait pu, à notre avis, être une date marquante pour l'évolution du taux d'intérêt. Nous avons vu que celui-ci était tombé au niveau le plus bas depuis la guerre, et ceci en moins de cinq années. Cette diminution continuerait-elle ? S'il était peu probable qu'elle pût être encore considérable, une certaine marge de baisse restait possible en raison de la crise économique ; celle-ci ayant pour effet d'orienter les capitaux disponibles vers les placements les plus sûrs, ceux en valeurs d'Etat et en obligations de premier ordre. Si d'autre part, la conversion avait été faite, si toutes les conditions classiques essentielles de l'argent à bon marché avaient été remplies — en premier lieu l'équilibre budgétaire, — il est probable que la baisse du taux se fût poursuivie, ou que du moins celui existant se fût maintenu.

Nous avons vu qu'il n'en fut pas ainsi. Pour des raisons politiques, la conversion fut remise *sine die*. Pour ces mêmes raisons, la politique financière des pouvoirs publics, à la veille d'élections générales, fut provisoire et incertaine. Enfin la proximité même de ces élections, la possibilité d'un changement dans la direction du pays, créait ce flottement qui provoque l'atmosphère psychologique la plus défavorable pour les finances publiques.

A défaut de 1931, 1932 devient une année essentielle. Le taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe est remonté depuis août 1931, de 3,51 à 4,75 %

(juillet 1932). A ce moment pourtant, les conditions psychologiques se font plus favorables. Le pays possède un gouvernement appuyé sur une majorité d'apparence stable, et ce gouvernement ayant annoncé son intention de rétablir l'équilibre budgétaire, entre dans cette voie par une première loi du 16 juillet 1932. Les répercussions immédiates de la crise anglaise prennent fin. L'accord de Lausanne vient d'être signé. Enfin, si le pays traverse une dépression fort grave, l'armature économique est essentiellement saine et à plus ou moins longue échéance une reprise ne peut manquer de se produire. L'abaissement du taux d'intérêt pourrait y concourir très efficacement.

A ce moment, il ne s'agit plus, comme en 1931, de maintenir le taux autour du niveau où il se trouve. Si on considère les facteurs favorables, un intérêt de 4 3/4 % et plus, est nettement trop élevé et peut être considérablement abaissé. Si au contraire on laisse agir les facteurs défavorables en même temps que la crise économique s'accroît, le crédit public risque de subir une nouvelle détérioration. La hausse, ou la baisse est presque certaine : mais l'orientation dépend de la politique choisie.

Le moment de la décision se place au cours du troisième trimestre 1932. Si, alors, les pouvoirs publics avaient décidé de rétablir immédiatement un équilibre budgétaire rigoureux et de procéder ensuite à une conversion massive qui pourrait être un élément — mais en tout cas le dernier — de cet équilibre, ces mesures accompagnées d'une politique fiscale décidée, auraient presque sûrement amené une baisse rapide

et sensible du loyer de l'argent. La facteur psychologique serait appelé à jouer un rôle important, dont on peut se faire une idée en examinant le relèvement des rentes de juin à août 1932. En deux mois, alors que le programme précis, sinon les intentions du gouvernement, est complètement incertain et que la situation économique s'aggrave de jour en jour, les fonds publics sont l'objet d'une hausse en flèche (v. *supra*, tableau I^{er}), le 3 % augmentant de plus de 11 points.

D'autres facteurs sont tout aussi favorables. Le redressement anglais, la conversion du War Loan qui s'annonce comme un succès, montrent qu'avec une monnaie incertaine et une conjoncture très mauvaise, un grand pays qui équilibre son budget peut offrir à ses prêteurs un intérêt de 3 1/2 % sans crainte d'échec. La position de la France à cet instant de la crise mondiale est nettement meilleure que celle de la Grande-Bretagne. La crainte monétaire jouerait en faveur du franc et non contre lui, car la devise française apparaît comme la plus solide qui soit. En somme, le redressement complet dépend de l'assainissement financier et les intentions exprimées par le cabinet HERRIOT permettent de bien en augurer.

Enfin, une circonstance très propice : la présence sur le marché français d'un montant énorme de capitaux, soit nationaux, soit étrangers. D'après P. MEYNIAL (« La balance des comptes de la France ») (1), on peut estimer à 27 milliards les

(1) Article paraissant chaque année dans la *Revue d'économie politique*.

sommes ainsi entrées en 1931, et il faut y ajouter plusieurs milliards encore pendant le premier semestre 1932. De ce total, on estime à 10 milliards les capitaux étrangers venus chercher refuge en France, dont la plus grande partie est à vue ou à court terme ; 20 milliards constituent les rapatriements de dépôts français. En 1931, les dépôts dans les caisses d'épargne augmentent de 12 milliards ; du 1^{er} janvier 1931 au 1^{er} juin 1932, les comptes courants et dépôts à vue à la Banque de France passent de 10.891 millions à 24.027 millions ; les mêmes catégories de comptes dans les quatre grands établissements de crédit (Société Générale, Crédit Lyonnais, Crédit Commercial, Comptoir d'Escompte), progressent de 34.190 à 37.617 millions.

Il y a là une masse énorme de capitaux placés à court terme, la plupart improductifs, qui attendent les événements, et ont trouvé en France la plus grande sécurité, sinon le meilleur rendement. Il s'agirait de les fixer. Du jour où le rétablissement budgétaire serait un fait accompli, une grande partie de cet argent s'investirait sans doute en fonds d'Etat et se fixerait définitivement sur le marché des capitaux à long terme, contribuant puissamment à la baisse du taux de l'intérêt. A cet instant, en effet, ils ne peuvent trouver nulle part de meilleures conditions, ni même d'égales ; ni en Angleterre, où à un taux très bas déjà, l'avenir est plus incertain ; ni aux Etats-Unis d'où les exportations de capitaux s'accélèrent ; ni même sur les places des petits Etats européens.

Il n'appartient pas à notre sujet d'examiner si, techniquement, l'équilibre budgétaire était réalisable,

ni si politiquement il était possible. Il était seulement nécessaire de préciser l'importance de ce moment pour l'évolution ultérieure du loyer de l'argent.

La conversion des rentes (septembre 1932). L'alternative offerte, à notre sens, pendant le troisième trimestre 1932, ne pouvait se prolonger longtemps. En effet, faute d'équilibrer le budget, de nombreux appels de l'Etat au crédit deviendraient nécessaires et risqueraient d'influer bientôt sur le taux d'intérêt.

C'est pourquoi sans doute, conscients de ce risque, les pouvoirs publics décidèrent de hâter la conversion des rentes et de profiter du renouveau de confiance que les événements de l'été 1932 avaient provoqué.

La conversion avait du reste été dans les intentions du gouvernement dès sa prise de pouvoirs. Le ministre des Finances, M. GERMAIN-MARTIN, profita de la discussion engagée à la Chambre des Députés en juillet sur le premier projet de loi tendant à rétablir l'équilibre budgétaire pour annoncer que la conversion des rentes constituerait le deuxième train de mesures pris dans ce but d'équilibre.

Convoquées en session extraordinaire, les Chambres se réunirent le 16 septembre et votèrent le même jour la loi autorisant la conversion en rentes amortissables 4 1/2 %, des rentes 5 % 1915-1916, 6 % 1920, 6 % 1927, 5 % 1928, des obligations 6 % 1927 et des bons 7 % 1927.

Il est intéressant d'examiner le rapport de la commission des Finances de la Chambre sur le projet de loi, et la discussion parlementaire qui précéda le

vote. On peut parfaitement se rendre compte de ce que l'on attendait de l'opération.

En ce qui concerne ses buts, il résulte de l'exposé du ministre des Finances que la conversion en avait deux. D'une part, concourir de façon essentielle à l'équilibre budgétaire, celui-ci devant être réalisé complètement en 1933. D'autre part, appuyer « la reprise économique par la baisse générale du taux de l'intérêt, cette baisse ne pouvant être à cet égard qu'un élément puissant ».

En ce qui concerne les modalités techniques, la conversion comportait l'échange au pair des titres convertis contre ceux d'une rente nouvelle 4 1/2 %, divisée en deux séries selon l'échéance des coupons et amortissable en 75 ans. Les porteurs avaient un délai de six jours pour demander le remboursement de leurs rentes s'ils préféraient refuser la conversion.

Le taux choisi pouvait paraître légèrement élevé, même à un point de vue purement technique. En effet, le 4 % 1918 cotait le jour de la conversion 99,30, soit presque le pair. Le ministre des Finances déclara que le taux de 4 % avait été envisagé, mais qu'il aurait été nécessaire, soit de l'émettre au-dessous du pair, soit d'accorder une prime de remboursement. Dans un cas comme dans l'autre, « il en serait résulté une augmentation de capital de la dette et l'opération n'aurait pas revêtu le caractère de simplicité que toute conversion doit présenter ». (Discours de M. GERMAIN-MARTIN à la Chambre, 16 septembre 1932). C'est pourquoi « il avait été choisi un taux légèrement supérieur aux conditions réelles du marché ».

Voyons maintenant dans quelle mesure les buts que l'on se proposait par la conversion pouvaient être atteints.

En ce qui concerne *le rétablissement financier*, l'allègement apporté au budget était appréciable, mais il n'était pas essentiel. L'économie annuelle était évaluée à 1.320 millions. Or, du rapport de la Commission des Finances de la Chambre sur le projet de loi, il résultait qu'après la conversion, le budget présenterait encore un déficit de 5 à 6 milliards. Si on ajoute à ce chiffre le déficit de 4 milliards des grands réseaux qui pèse plus ou moins directement sur la situation financière de l'Etat, on arrive à une insuffisance de près de 10 milliards. Au total, d'une part on procédait à la conversion alors que le rétablissement de l'équilibre budgétaire restait presque entier à réaliser ; d'autre part, alors que l'un des motifs invoqués pour tenter la conversion était l'apport qu'elle donnerait à ce rétablissement, il résulte des chiffres mêmes que l'économie ainsi faite ne serait guère que de 12 % par rapport au déficit total et laisserait ainsi le problème entier.

L'autre but annoncé était *l'abaissement général du taux d'intérêt*, élément essentiel de la reprise économique. Ce point fut spécialement souligné aussi bien dans les rapports des commissions de la Chambre et du Sénat que dans le discours du ministre des Finances ; sans que toutefois on tentât d'évaluer la baisse espérée du loyer de l'argent. Or une estimation à cet égard est assez facile à faire.

Par la conversion, l'Etat fixait l'intérêt de sa

principale catégorie de rentes à 4 1/2 %, et s'interdisait toute nouvelle conversion jusqu'en janvier 1939. L'écart normal entre l'intérêt offert par l'Etat et celui proposé pour une émission particulière, quel que soit le crédit de l'émetteur, est au minimum de 1/2 à 1 %. En conséquence, la période d'argent bon marché inaugurée par la conversion permettrait aux particuliers d'emprunter à partir de 5 ou 5 1/2 %.

Mais il s'agit ici du taux net à offrir aux capitaux afin de pouvoir affronter la concurrence des fonds d'Etat, ceux-ci étant exonérés de tout impôt. Au contraire, l'émission d'obligations par une société est soumise, on le sait, à trois taxes : le timbre, le droit de transmission et la taxe sur le revenu des valeurs mobilières. Le tarif appliqué en automne 1932 pour ces impôts était respectivement : pour le timbre, 0,50 % à l'émission ou droit annuel de 0,05 % par abonnement ; pour le droit de transmission, 0,25 % sur le capital nominal ; pour la taxe sur le revenu, de 16 % sur le montant brut des coupons. Rappelons encore que dans les négociations en bourse les titres d'Etat jouissent d'un tarif de faveur. Il est facile de voir que l'emprunteur faisant appel au marché devait, pour offrir net 5 à 5 1/2 % aux souscripteurs, dépenser lui-même de 6 1/2 % à 7 %.

Si maintenant, d'un point de vue plus général, on examine une autre catégorie de prêts, faits entre particuliers et sans émission publique, tels par exemple ceux hypothécaires ou en nantissement sur fonds de commerce, on trouve ici l'impôt de 16 % sur

le revenu des créances qui alourdit pareillement les charges du débiteur.

Si le problème, à l'époque, consistait à ranimer l'activité économique en permettant aux entreprises d'emprunter à un taux peu élevé, il ne semble pas que la solution fût la bonne. Il est certain qu'en temps de prospérité les sociétés dont les bénéfices sont considérablement accrus, peuvent accepter des taux assez élevés pour leurs emprunts. Ainsi, en 1926-27, certaines obligations privées ont été émises à un taux comportant un rendement net de plus de 10 % et une charge de plus de 12 % pour l'emprunteur. Mais en pleine crise, lorsque la rentabilité d'une affaire diminue considérablement, obliger une société à payer 7 % d'intérêt, c'est lui interdire neuf fois sur dix tout appel sérieux au crédit.

Quant à la réduction de l'intérêt des dettes obligataires existantes, elle n'avait pas grande importance, car la plupart des sociétés françaises avaient profité de la période d'argent bon marché de 1930-31 pour opérer déjà des conversions.

En résumé, la conversion de septembre 1932 ne pouvait pas avoir exactement le caractère qu'on lui attribua. Certes, on ne pouvait laisser échapper une deuxième fois l'occasion qui s'était présentée en 1931 de faire disparaître les fonds publics qui rappelaient le moment le plus critique de l'histoire financière du pays, ni négliger l'économie importante que l'opération apportait au service de la dette. Ainsi restreinte quant à ses effets, elle était nécessaire et fut un succès.

Au contraire, il était certain qu'elle n'aurait pas

les effets profonds annoncés : ceux-ci ne pouvaient naître, nous l'avons dit, que d'une politique suivie et rigoureuse d'équilibre complet qui aurait précédé cette conversion et aurait permis de la faire à un taux bien plus avantageux que celui choisi.

La conversion anglaise du War Loan 5 % en 3 1/2 % a été souvent invoquée au moment de la conversion française, et ensuite. Ici encore, la prétendue analogie ne semble pas serrer de près la question. Selon certains avis, les deux opérations présentaient pour les porteurs un risque, différent dans chaque cas, mais d'importance comparable : pour les porteurs anglais, l'instabilité de la monnaie, pour ceux français le mauvais état des finances publiques. Cette argumentation néglige une différence psychologique très importante : le fait que les rentiers anglais et en général tout le public britannique avaient accueilli avec le plus grand sang-froid la crise de la monnaie. En France, au contraire, le public ne pouvait avoir oublié les mauvais jours trop proches de 1925-26. Il se rendait compte vaguement du danger que constituait la réapparition du déficit budgétaire. Et s'il avait fait confiance aux intentions du gouvernement de rétablir rapidement l'équilibre, cette confiance, en l'absence de réalisations, ne pouvait durer, ni le crédit public se maintenir, alors qu'au même moment le crédit anglais, en dépit de la baisse de la devise, s'affirmait de façon éclatante.

De même, il est difficile, en comparant les taux choisis, de conclure qu'ils auraient également pour effet l'abaissement général du loyer de l'argent.

Nous avons montré qu'en France, lorsque l'Etat paie 4 1/2 %, les particuliers doivent offrir près de 7 % pour trouver prêteur. Il en va différemment en Angleterre. Si, en effet, l'*income-tax* est prélevé à la source sur les coupons d'obligations privées et non pas sur ceux des War Loans, cet impôt n'en frappe pas moins ensuite les revenus privés provenant des fonds d'Etat. Il s'agit dans la plupart des cas beaucoup plus d'une différence dans le mode de perception que dans le montant de l'impôt à payer. Aussi la Grande-Bretagne, en offrant un emprunt 3 1/2 % *soumis à l'income-tax*, permettait logiquement aux entreprises privées d'emprunter à 4, 4 1/4, 4 1/2 % — taux réellement propre à faciliter la reprise économique, contrairement à ceux en vigueur en France.

Pour en revenir à la conversion française, elle fut, techniquement, parfaitement réalisée. Les demandes de remboursement atteignirent 4.520 millions, soit environ 5 % du total à convertir. On a parfois attribué au court délai de six jours accordé aux porteurs pour refuser, une partie de ce succès. Cette critique semble injuste. Comme le firent remarquer le ministre des Finances et le rapporteur de la commission des Finances, lors de la discussion de la loi, l'opération avait été annoncée depuis longtemps, et les possesseurs de fonds convertibles avaient eu le temps de préparer leur décision. Il est donc probable que la réussite est attribuable d'une part au taux offert qui parut plus élevé que celui généralement attendu ; et d'autre part, aux conditions du marché financier, où, à cet instant de la

conjoncture, tout placement présentant des risques considérables, les capitalistes considéraient les rentes comme les valeurs-refuge par excellence.

C. — 1932-1936

Les variations du taux, au cours des quatre années qui vont de la clôture de la conversion (24 septembre 1932) à la dévaluation (25 septembre 1936), sont indiquées dans les tableaux ci-après où nous avons réuni les mêmes éléments que précédemment :

(Tableaux 3 et 4).

Ainsi qu'on peut le constater, la tendance à la hausse est aussi nette que celle à la baisse précédemment. La phase de tension du taux, commencée en automne 1931, et qui s'était interrompue en juillet-août 1932, reprend ensuite.

Ces quatre années se divisent en trois phases bien marquées : hausse d'abord, baisse ensuite, et hausse à nouveau. Nous avons négligé volontairement les fluctuations de brève durée qui ont été fort nombreuses, suivant le rythme des événements politiques intérieurs et internationaux et des développements de la situation financière.

En effet, en ne tenant ainsi compte que des variations semestrielles, on peut mieux se rendre compte de l'allure générale du phénomène étudié. Une première constatation est l'élévation considérable par rapport aux niveaux de la période précédente. Les données

Cours des rentes du 2 novembre 1932 (2) au 15 septembre 1936 (3)

	2-11 1932	31-12- 1932	30-6- 1933	30-12- 1933	29-6- 1934	30-12- 1934	29-6- 1935	31-12- 1935	30-6- 1936	15-9- 1936
3 % perpétuel	80,35	77,50	67,65	67	77,65	78,85	79,40	73,25	69,75	64,70
4 % perpétuel 1918.....	91,05	89,35	77,65	76,45	86,65	86	80,60	75,80	69,70	62,55
4 1/2 % amort. A.....	97	93,75	83,75	85,15	91,60	91,85	84,60	83	74,15	68,05

TABLEAU N° 4

Taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe...	4 ^e trim. 1932	1 ^{er} sem. 1933	2 ^e sem. 1933	1 ^{er} sem. 1934	2 ^e sem. 1934	1 ^{er} sem. 1935	2 ^e sem. 1935	1 ^{er} sem 1936	3 ^e trim. 1936
	4,80	5,59	5,89	5,85	5,59	5,13	5,48	5,89	6,18

Taux moyen des obligations émises	Sept. 32	Janv. 33	Juin 33	Janv. 34	Juill. 34	Déc. 34	Mai 35	Sept. 35	Janv. 36	Mai 36	Sept. 36
	5,40	5,90	6,30	6,55	5,65	6,20	5,80	5,50	6,15	6,60	6,90

(2) Les rentes 4 1/2 % furent introduites sur le marché officiel le 2 novembre 1932.

(3) A partir du 16 juillet 1935, les coupons des rentes supportent un prélèvement provisoire de 10 %.

suivantes, plus sommaires que celles du tableau, mettent le fait en évidence :

	Taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe (moyenne annuelle) %	Cours de la rente 4 % 1918 (fin d'année)
1930	3,82	101,55
1931	3,70	96,30
1932	4,72	89,35
1933	5,74	76,45
1934	5,72	86
1935	5,31	75,80
1936 (9 mois)....	5,98	62,55 (au 15/9)

D'autre part, en traçant la courbe des variations selon les indices mensuels du taux de capitalisation, on constate une hausse à peu près continue de dix-huit mois (septembre 1932 - mars 1934) une baisse de douze mois (mars 1934 - février 1935) ; une hausse nouvelle de dix-huit mois (février 1935 - septembre 1936).

L'étude de l'amplitude des variations montre que les phases de hausse sont beaucoup plus amples que celles de baisse, en sorte que le taux n'est jamais redescendu aux niveaux de 1930-31. L'écart le plus fort entre les moyennes semestrielles de la première phase (hausse) dépasse deux points (2,27 ; différence entre les moyennes du premier semestre 1931, 3,62 et celles du deuxième semestre 1933, 5,89) ; l'écart maximum entre les indices mensuels est de près de trois points (août 1931 : 3,48 ; mars 1934 : 6,37), ce qui correspond à un intérêt presque doublé.

Par contre, au cours de la deuxième phase (baisse), l'écart le plus grand entre les moyennes semestrielles n'est que de 0,76 (deuxième semestre 1933 : 5,89 ;

premier semestre 1935 : 5,13) ; l'écart maximum entre les indices mensuels est de 1,72 (mars 1934 : 6,37 ; février 1935 : 4,65).

Enfin, pendant la troisième phase (hausse), la différence entre les moyennes semestrielles par rapport à la deuxième sont plus considérables que celles entre les moyennes de la première et de la seconde. Ecart entre le premier semestre 1935 et le troisième trimestre 1936 : 1,05 (6, 18-5,13).

D'où il résulte dans l'ensemble que le taux, après avoir atteint son minimum (depuis 1913) en 1931, remonte depuis, atteint un premier maximum (pour l'ensemble de la période 1928-1936) en 1933-34, revient au début de 1935 au niveau du début de 1933, et reprenant ensuite son mouvement de hausse, rejoint un second maximum vers le milieu de 1936. En ces cinq années, le loyer de l'argent a subi un renchérissement de près de 75 %.

Or, pendant la même période, la tendance générale, hors de France, a été la diminution profonde du taux :

	ETATS-UNIS (4)		GRANDE-BRETAGNE (4)
	Fonds féd. et munic. rendement %	Obligations priv. rendement %	Fonds d'Etat rendement %
1930.....			4,31
1931.....			4,85
1932.....	4,16	6,87	3,67
1933.....	4,02	5,88	3,45
1934.....	3,52	4,96	3,13
1935.....	2,94	4,46	
1936.....	2,33	3,69	

(4) Pour les Etats-Unis, chiffres du *Federal Reserve Bulletin*, moyennes annuelles de 1932 à 1935, et rendement fin novembre pour 1936. Pour la Grande-Bretagne, chiffres extraits de l'ouvrage de M. Robert Lasson, « La baisse du taux de l'intérêt en Grande-Bretagne de 1932 à 1936 ».

L'évolution du taux en France a donc été diamétralement opposée à celle mondiale. Alors qu'en Angleterre et aux Etats-Unis le loyer de l'argent est tombé de près de moitié en quelques années, en France il a presque doublé.

Les conditions dans lesquelles l'Etat et les collectivités publiques ont fait appel au crédit révèlent déjà la cause de ce mouvement. Celui-ci en effet ne peut dépendre que de facteurs nationaux qui ont, non seulement annulé la tendance à la baisse, mais encore provoqué cette hausse considérable.

Le tableau suivant donne les principaux renseignements sur les emprunts d'Etat émis d'avril 1933 à décembre 1935 :

<i>Date</i>	<i>Taux</i>	<i>Echéance</i>	<i>Emis à</i>	<i>Remb. à</i>	<i>Mont. souscrit</i>	<i>Taux réel</i>
					<i>en millions</i>	
Mars 1933	4 1/2	60 ans	98,5	150	5.176	5,16
Juill. 1933	4 1/2	10 ans	96,25	110	3.349	5,75
Nov. 1933	5	5 ans	97	pair	1.594	5,70
Janv. 1934	5	5-10-15 ans	97,5	100-105-110	4.065	5,65 5,79
Juill. 1934	4	50 ans	95	140	3.137	5,12
Sept. 1934	4 1/2	3- 6-10 ans	97,6	100-103-108	6.900	5,41 5,43
Mars 1935	4	3- 6-12 ans	98	100-103-109	3.300	4,73 4,83 4,80
Déc. 1935	5	30 ans	91	pair	2.086	5,33

On peut, de ce tableau, dégager les indications suivantes :

a) L'Etat, sans forcer exagérément le taux nominal de ses emprunts, a considérablement élevé le taux réel (jusqu'à 5,80 %). De plus, il consent des avantages importants aux souscripteurs, surtout sous forme de prime de remboursement : ainsi les obligations 4 1/2 % de mars 1933 sont remboursables à 150 % et celles de 4 % 1934, à 140 %. Ces primes ont eu pour effet

d'augmenter la dette d'un montant supérieur de plus de 50 % à celui effectivement reçu et de rendre ces obligations pratiquement inconvertibles ;

b) Le recours de plus en plus fréquent à des bons à moyen et à court terme. De ces huit emprunts, trois seulement sont à échéance éloignée (30 à 60 ans) ; pour les cinq autres, leur date de remboursement varie de trois à dix ans. En outre, émis tous au-dessous du pair, ils sont presque tous remboursables avec prime. Ils comportent donc toutes les variétés de conditions les plus défavorables au débiteur : échéances massives rapprochées, augmentation du nominal de la dette, difficultés de conversion. Or ces désavantages ne sont pas compensés par un intérêt plus faible ; le rendement de ces valeurs reste au contraire élevé (4,75 à 5,80 %). Si l'on tient compte du fait que l'argent à court ou moyen terme est normalement beaucoup moins cher que celui à long terme, ces taux font ressortir une détérioration du crédit public plus sensible encore que celle apparente.

D'autre part, comme ces émissions et celles garanties par l'Etat ou dépendant de son autorisation (villes, chemins de fer, etc...) ont formé la plus grande partie du total des émissions publiques, il n'y a pas lieu de penser que celles lancées par les entreprises particulières ont pu, par leurs conditions, agir défavorablement sur le taux. En fait le leur a dû suivre étroitement celui qui était imposé au marché par les emprunts publics et n'a joué qu'une importance secondaire.

Il n'y a pas lieu non plus d'examiner séparément les modalités des titres émis par les grands réseaux, les municipalités, etc... car elles ne présentent pas de différences très importantes par rapport à celles des titres du Trésor. Là aussi, on constate surtout l'élévation massive de l'intérêt offert (les obligations de Chemins de fer, par exemple, ont été émises jusqu'à 6 % demi-net, au cours de 910 : le rendement réel dépasse largement 6 %).

Le marché des capitaux au cours de cette période est donc entièrement soumis, quant à la détermination du taux d'intérêt, par l'énormité des besoins publics et par les émissions qu'ils nécessitent et qui sont faites aux conditions mêmes les plus onéreuses. Ainsi non seulement la dette publique augmente, mais cette augmentation nécessitera des charges très lourdes par rapport aux montants encaissés.

Ce n'est pas là le résultat d'une technique financière erronée, mais des nécessités de trésorerie les plus pressantes, qui renvoient au second plan le maintien du crédit public et la possibilité de permettre aux particuliers le recours à l'emprunt.

Cette politique aurait du moins pu permettre à l'Etat d'atteindre le rétablissement des finances nationales sans se trouver à court. Mais ce rétablissement s'est trop fait attendre, et pendant la dernière phase de cette période, la situation prend un nouvel aspect : les conditions du marché ne permettent plus l'emprunt.

Pendant les trois premiers trimestres de 1936, en effet, le recours au crédit, tant de l'Etat que des particuliers, devient à peu près nul. Le Trésor est forcé

de faire face à ses besoins par les avances qui lui sont consenties, soit par la Banque de France, soit par les marchés étrangers. Le marché français est presque complètement « gelé », ainsi que le montre le tableau suivant :

Tableau des émissions publiques en France
du 1^{er} janvier au 30 septembre 1936
 (en millions de francs)

	<i>1^{er} trimestre</i>	<i>2^e trimestre</i>	<i>3^e trimestre</i>
Etat	—	—	—
Grands réseaux, villes, etc...	2.073	957	460
Particuliers	250	272	131

On sait que le dernier appel à l'épargne de l'Etat date de juillet 1936 et fut fait sous forme de bons du Trésor à 6 mois et 1 an. Il avait été jugé impossible de recourir à une émission normale, même à moyen terme. En fait, ces bons, dans l'intention du ministère des Finances, devaient faire l'objet d'une consolidation dès qu'il serait possible. Ils ne rencontrèrent du reste pas le succès espéré, malgré leurs conditions avantageuses. Ils ont marqué la dernière étape de cette période au début de laquelle l'Etat pouvait emprunter à très longue échéance et à un taux normal (les obligations de l'Outillage National 4 1/2 %, émises au moment de la conversion, étaient amortissables en 60 ans), puis s'est vu forcé de consentir des conditions de plus en plus onéreuses pour des titres à terme de plus en plus rapproché, pour se voir enfin réduit à assurer ses échéances par l'émission de bons à quelques mois de terme.

Résumé de cette évolution de quatre années : un renchérissement rapide et marqué du loyer de l'argent

résulte de l'affaiblissement du crédit public. L'acceptation de cet état de choses est marquée par le lancement d'emprunts à des conditions très onéreuses. Puis après une tentative sans lendemain de redressement, une nouvelle aggravation de la situation financière et monétaire entraîne l'élévation du taux vers un maximum nouveau. Enfin l'impossibilité de tout recours à l'épargne consacre la déchéance du crédit public.

Après avoir provoqué une hausse considérable du loyer de l'argent, la détérioration du crédit de l'Etat atteint ainsi son degré final, celui où le loyer lui-même n'a plus qu'une valeur conventionnelle, puisqu'il n'y a plus de point de rencontre entre l'offre et la demande de capitaux.

Les causes essentielles de cette évolution, *déséquilibre budgétaire* et *crise monétaire*, seront examinées dans la deuxième partie de ce travail.

CHAPITRE II

LES VARIATIONS DU TAUX DE L'ESCOMPTE ET DES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE,

LE TAUX DE CAPITALISATION DES VALEURS A REVENU VARIABLE.

LES ÉMISSIONS PUBLIQUES

Notre étude a pour objet principal les variations du loyer de l'argent à long terme, et c'est uniquement ce taux que nous avons examiné jusqu'ici.

A notre avis, les variations du taux des capitaux à court terme présentent moins de signification, car leur tendance est beaucoup moins nette, étant soumise à des facteurs de courte durée et dont l'orientation change fréquemment. De même, leur importance au point de vue économique, pour certaine qu'elle soit, est moins grande.

Toutefois, il n'est pas sans utilité d'étudier rapidement les fluctuations de ce taux pendant la période sous revue, afin de savoir si elles ne concordent pas dans une certaine mesure avec celles du taux à long terme et si elles n'ont pas influé sur celui-ci. Si entre l'épargne dont le placement normal s'effectue en titres à longue échéance, et les capitaux flottants dont la durée d'investissement ne dépasse pas quelques semaines ou quelques mois, il n'est pas généralement de rapport, il faut toutefois tenir compte du fait que l'argent à vue ou à court terme n'est pas uniquement

composé des fonds de roulement des entreprises et des disponibilités immédiates des particuliers. Il peut aussi s'agir, surtout en période de crise d'épargne provisoirement inemployée dans l'attente de s'investir. Il est donc possible que les variations du marché des capitaux à court terme incitent une partie de ces disponibilités à se transformer en capitaux à long terme, ou *vice-versa*.

D'autre part, certains titres, les obligations de la Défense Nationale, catégorie nouvelle née de la guerre, ont une durée supérieure à celles des bons du Trésor et titres à court terme en général, et ils se rapprochent de certaines obligations à moyen terme émises par appel à l'épargne et cotées en bourse.

Enfin les valeurs à revenu variable peuvent également influencer sur le taux de l'intérêt. Comme les rentes et obligations, elles servent au placement de l'épargne. Et, selon une théorie classique, leur taux de capitalisation est en relation avec celui des titres à revenu fixe, en ce sens que si un écart trop sensible se produit entre ces deux taux, les arbitrages effectués d'une catégorie à l'autre tendent à réduire cet écart.

A. — LE TAUX D'ESCOMPTE DE 1928 A 1936

Le tableau suivant indique les principales variations du taux de l'escompte, et en regard le taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe aux mêmes périodes.

Ce tableau ne permet pas d'établir une relation étroite entre le taux d'escompte et celui de l'argent à long terme. Au début toutefois de la période étudiée,

	<i>Taux de l'escompte</i>	<i>Taux de capitalisation</i> <i>Valeurs à rev. fixe</i>
	%	%
Février 1929.....	3 1/2	5,19
Juillet 1930.....	2 1/2	3,92
Août 1931.....	2	3,51
Janvier 1932.....	2 1/2	4,27
» 1933.....	2 1/2	4,80
» 1934.....	2 1/2	5,94
Février 1934.....	3	6,16
Mars 1934.....	3	6,37
Mai 1934.....	2 1/2	5,34
» 1935.....	6	5,50
Août 1935.....	3	5,39
Novembre 1935.....	6	5,62
Février 1936.....	3 1/2	5,59
Mai 1936.....	6	6,10
Juillet 1936.....	3	6,26
Septembre 1936....	5	5,99
Octobre 1936.....	3	5,35

et jusqu'à la fin de 1931 l'abaissement est simultané : il y a afflux de capitaux à la fois sur le marché monétaire et sur celui financier.

Au contraire, à partir de 1932, la concordance cesse presque complètement. De 1932 à 1934 le taux d'escompte varie fort peu tandis que le taux de capitalisation des rentes et obligations augmente considérablement. À partir de 1935 alors que ce taux ne varie plus que faiblement aux niveaux fort élevés déjà atteints, le taux d'escompte subit des fluctuations nombreuses et violentes.

Ce phénomène s'explique facilement. Alors que dès 1932 par suite de la détérioration du crédit public le loyer de l'argent sur le marché financier a renchéri considérablement, le marché monétaire est resté assez large et assez stable pour permettre un taux d'escompte assez bas.

Au contraire, après une première alerte en

février-mars 1934, à partir de 1935 un nouvel aspect de la crise se révèle sous forme de crise monétaire. Dès lors le taux d'escompte va subir de nombreuses fluctuations (21 en 1935-36) et se tendre constamment à chaque attaque contre la monnaie. Ainsi, l'on voit qu'au cours de cette période il n'y a pas eu de relations entre le taux de ces deux catégories de capitaux. Le marché monétaire a subi exclusivement l'influence de la crise de la devise nationale, alors que celui financier subissait les répercussions de la détérioration du crédit public.

B. — LES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE

Les variations dans les conditions d'émission de ces bons sont à retenir. Il s'agit là en effet de véritables titres à deux ans de terme, à intérêt payable d'avance. Il pourrait s'établir entre eux et les obligations proprement dites une certaine concurrence, et de là une relation entre leurs taux respectifs.

En fait, il est assez difficile d'établir cette relation. Le taux des bons de la Défense Nationale est soumis surtout à deux facteurs. D'une part, le rythme des renouvellements, les excédents massifs de remboursement ou de souscriptions, comme il s'en est produit à plusieurs reprises au cours de ces dernières années. D'autre part, les variations du taux de l'escompte. En effet, si théoriquement il n'y a pas identité entre le capital flottant consacré à l'escompte et celui disponible à plus longue échéance employé dans les bons de la Défense Nationale, lorsque l'escompte serait sensiblement supérieur ou même égal au taux

fixé pour les bons, un déplacement de fonds pourrait se produire et la Caisse Autonome qui en assume la gestion, se trouver devant des demandes anormales de remboursement. C'est pourquoi il y a presque toujours corrélation entre les variations de leurs taux.

Le cours et le rendement des rentes, par contre, n'a guère d'influence à ce sujet. Mais à l'inverse, le taux des bons peut conditionner dans une certaine mesure celui des émissions de l'Etat, ou du moins celles à moyen terme. Parmi les emprunts du Trésor de 1933 à 1935, nous avons fait remarquer que la plupart comportaient des titres remboursables dans des délais assez courts ; deux emprunts comportaient des titres à 3 ans, et un, des titres à 5 ans. Il est probable qu'à rendement presque égal, les souscripteurs préféreraient les bons de la Défense Nationale, qui leur permettent de toucher plus tôt leur capital. Il est donc nécessaire que les obligations proposées comportent un certain avantage par rapport aux bons. De fait, l'emprunt de septembre 1934 en titres à 3-6-12 ans comportait un rendement effectif de 5,41 % en cas de remboursement au bout de 3 ans ; l'emprunt du même genre lancé en mars 1935, un rendement de 4,73 %. A la même époque, le taux nominal des bons de la Défense Nationale était de 3 %, celui réel de 3,19 %. L'écart était assez sensible pour ne pas nuire au succès de ces émissions.

Il est donc permis de penser que lorsque l'Etat recourt à l'épargne sous forme de titres à court terme, le taux de ceux-ci peut être déterminé partiellement par celui en vigueur pour les bons. En général, ceux-

ci, bien que fort utiles au Trésor, constituent néanmoins une catégorie de dette assez gênante, car elle concurrence à la fois le marché des capitaux flottants proprement dits et celui de l'argent à long terme. Tant que la tendance du loyer de l'argent ne semblera pas orientée pour longtemps à la baisse, il sera difficile à l'Etat d'emprunter à un taux réellement avantageux sans avoir au préalable fortement réduit celui des bons. Et d'autre part, cette réduction affectant une masse de plus de 25 milliards, risquera alors d'entraîner des demandes de remboursements massifs, dangereux pour la Trésorerie. Il y a là un problème d'aménagement du marché de l'argent à court terme, que la prise en charge des bons par la Caisse Autonome n'a pas résolu et qui demande une solution.

C. — LE TAUX DE CAPITALISATION DES VALEURS

A REVENU VARIABLE

Les capitaux qui cherchent un placement peuvent choisir entre les obligations et les actions. S'il est vrai que le rendement des valeurs détermine en premier lieu le choix de l'épargnant, les variations de ce rendement pour l'une des catégories doit influencer sur celui de l'autre ; nous avons dit en effet que dans ce cas, il se produira des arbitrages qui tendront à réduire l'écart.

Cette théorie était parfaitement vérifiable avant la guerre. Entre le rendement des obligations et celui des actions, il existait un certain écart, les titres à

revenu variable rapportant davantage en raison des risques qu'ils présentaient. Cet écart était d'un ordre constant, et variait peu, même aux moments de crise économique.

Il n'existe pas pour la période en question d'indice général du rendement des valeurs mobilières, mais nous avons pris le taux de capitalisation des actions des grands réseaux français comparé à celui des rentes, pour les années 1905 à 1907, à titre d'exemple (1906 et 07 étant des années de crise).

	<i>Taux de capitalisation (moyennes annuelles)</i>		<i>Ecart</i>
	<i>Rente 3 %</i>	<i>Actions gds réseaux</i>	
1905.....	3,01	3,92	0,91
1906.....	3,07	4,19	1,12
1907.....	3,16	4,28	1,12

Voici pour la période actuelle le taux de capitalisation des valeurs (moyennes annuelles, Statistique Générale de la France).

	<i>Val. à rev. fixe</i>	<i>Différ. d'une année à l'autre</i>	<i>Val. à rev. var.</i>	<i>Diff. ann.</i>
1929	4,69		2,70	
1930	3,83	— 0,86	3,37	+ 0,67
1931	3,70	— 0,13	4,39	+ 1,02
1932	4,72	+ 1,02	4,61	+ 0,22
1933	5,74	+ 1,02	3,78	— 0,83
1934	5,71	— 0,03	4,05	+ 0,27
1935	5,31	— 0,40	3,75	— 0,30
1936 (9 mois) ..	5,98	+ 0,67	4,09	+ 0,34

Remarquons tout d'abord que le rendement des valeurs à revenu fixe est presque constamment supérieur à celui des actions.

Par ailleurs, la concordance entre les taux des deux catégories ne se vérifie plus de façon régulière. D'une année à la suivante, sur le tableau ci-dessus,

on constate trois concordances (1931-32, 1934-35, 1935-36) et quatre divergences (1929-30, 1930-31, 1932-33, 1933-34). Enfin, l'écart entre les catégories est souvent très élevé, surtout en raison du rendement exceptionnel des valeurs à revenu fixe : il atteint pour plusieurs années, presque deux points.

Le phénomène étudié a donc changé.

Des raisons qui n'existaient pas avant la guerre sont aujourd'hui prépondérantes pour la détermination du capitaliste, quand il choisit ses placements. Toute crainte d'une défaillance de la monnaie l'incite à la vente des rentes et à l'achat d'actions. De même, dans une moindre mesure, les mouvements spéculatifs, plus amples peut-être qu'avant la guerre parce que se produisant dans un marché plus sensible, provoquent des arbitrages dans un sens identique. Dans l'achat des valeurs à revenu variable la notion de rendement a perdu beaucoup de son importance. Leur acquéreur a surtout en vue, soit la conservation de son capital contre les accidents monétaires, soit la réalisation de bénéfices boursiers.

L'examen des indices mensuels au cours de certaines périodes est très net à cet égard.

1928-1929 : Ecart dû à la spéculation

	<i>Taux val. à revenu fixe</i>	<i>Taux val. à rev. variable</i>
Septembre 1928	5,09	2,64
Octobre —	5,12	2,66
Novembre —	5,15	2,59
Décembre —	5,13	2,52
Janvier 1929	5,08	2,24
<i>Différences</i>	— 0,01	— 0,40

1933 et 1935 : Ecart d'us à la crise monétaire

Dépréciation	{ Avril 1933	5,60	4,06	
du dollar	{ Mai 1933	6,08	3,75	
	<i>Différences</i>	+ 0,48		— 0,31
			écart total :	0,79
Crise	{ Mars 1935	5,21	3,92	
financière	{ Mai 1935	5,56	3,53	
	<i>Différences</i>	+ 0,35		— 0,39
			écart total :	0,74

En 1928-29, alors que le rendement des obligations est inchangé, celui des actions baisse en cinq mois de 15 %, en raison de la hausse spéculative des titres.

En 1933 et en 1935, non seulement il se produit un écart de près d'un point en quelques semaines, qui augmente d'autant celui existant, mais encore divergence ; le taux des obligations augmente, celui des actions diminue. Signe caractérisé de fuite devant la monnaie.

Les distinctions traditionnelles entre les deux catégories de titres ont fait place aujourd'hui à celle entre valeurs subissant les dépréciations de la monnaie et valeurs-refuge contre ces dépréciations. Le mot connu : « Si vous voulez bien dormir et manger mal, achetez des rentes ; si vous préférez dormir mal et bien manger, achetez des actions », ne paraît plus exact aux capitalistes. Ceux-ci, si le sommeil leur est de toute façon à peu près inconnu, préfèrent souvent veiller sur un oreiller de valeurs à revenu variable. Les fonds d'Etat, les obligations sont aujourd'hui des valeurs à larges fluctuations (de 1931 à septembre 1936, la rente 4 % a baissé de 40 %), à risque moné-

taire, et par conséquent à rendement élevé ; les actions sont restées ce qu'elles étaient jadis, mais entre deux risques, le choix se porte souvent sur celui qui comporte une contre-partie, un bénéfice possible. Si ces divergences ne doivent pas être considérées comme définitives, du moins peut-on dire qu'au cours de la période examinée, elles indiquent que les arbitrages ont joué dans un sens contraire à celui classique et ont contribué à la hausse du taux de l'intérêt des valeurs à revenu fixe.

D. — LA FORMATION DE CAPITAUX ET LES ÉMISSIONS DE VALEURS MOBILIÈRES

Il est à peine besoin de montrer à quel point le taux dépend étroitement de ces deux éléments. Normalement, il n'est, on le sait que la résultante des capitaux formés par l'épargne, d'une part, et de la demande de ceux-ci, d'autre part. Aussi la hausse constatée du taux de l'intérêt a-t-elle pu avoir pour cause l'insuffisance de l'épargne formée, par rapport à sa demande ? telle est la question à laquelle l'examen de ces éléments permet de répondre.

La quantité d'épargne annuelle ne peut donner lieu qu'à des approximations, qui permettent d'évaluer au moins son ordre de grandeur.

Une des méthodes employées consiste à se servir de l'annuité successorale pour évaluer la fortune totale d'un pays, l'augmentation annuelle de cette fortune correspondant à l'épargne. Ce procédé très ingénieux a beaucoup moins de valeur depuis que la propriété privée se compose de biens mobiliers pour la plus

grande partie et que la fraude en cette matière a pris des proportions qui empêchent même toute correction.

Une autre méthode se sert de différentes données particulièrement significatives, dont nous choisissons celles qui touchent de plus près notre sujet : dépôts en banque et dans les caisses d'épargne, capitaux thésaurisés, mouvements internationaux de capitaux.

Le *montant des dépôts* dans les quatre grands établissements de crédit se présente comme suit :

		Dépôts à vue et comptes courants créditeurs
31 décembre	1913.....	5.417 millions
31 décembre	1928.....	34.445 »
31 décembre	1929.....	32.775 »
31 décembre	1930.....	35.284 »
31 décembre	1931.....	37.023 »
31 décembre	1932.....	36.491 »
31 décembre	1933.....	31.772 »
31 décembre	1934.....	30.038 »
31 décembre	1935.....	27.592 »

Caisses d'épargne. Les bilans des Caisses d'épargne (Caisse Nationale et caisses ordinaires réunies) montrent la progression suivante :

		Total des dépôts
31 décembre	1913.....	5.829 millions
31 »	1928.....	27.271 »
31 »	1929.....	31.971 »
31 »	1930.....	38.603 »
31 »	1931.....	50.896 »
31 »	1932.....	57.287 »
31 »	1933.....	58.656 »
31 »	1934.....	60.021 »
31 »	1935.....	62.064 »

Soit une augmentation de 35 milliards en huit ans, dûe en partie à l'élévation du montant maximum de dépôt pour chaque livret. Une partie des fonds qui autrement auraient été placés en compte-courant en

banque a pu ainsi affluer dans les caisses d'épargne, où l'intérêt versé est naturellement plus avantageux. Ainsi s'explique qu'alors que les comptes dans les établissements de crédit ont diminué depuis 1928, les sommes portées aux livrets de caisses d'épargne doubleraient pendant la même période. Les inconvénients de cette transformation des caisses en banques seront examinés plus loin ; l'augmentation des fonds qui leur sont confiés n'en reste pas moins un des indices les plus significatifs de la formation de l'épargne.

La thésaurisation de l'or et des billets a pris, on le sait, une grande importance depuis le début de la crise. Si elle échappe, par sa nature même, à toute tentative d'appréciation un peu exacte, celle de l'or a pu être évaluée par la différence entre les quantités de métal exportées ou importées (quantités fournies par les statistiques douanières), et les mouvements de l'encaisse-or de la Banque de France ; la thésaurisation de billets par l'augmentation dans la circulation monétaire de la proportion de grosses coupures par rapport à la circulation totale.

La thésaurisation totale, évaluée jusqu'à 1935 à un chiffre variant entre 25 et 30 milliards, ce qui nous paraît très exagéré, a certainement décrépu ensuite pour faire place à l'exportation de capitaux.

L'exportation de capitaux a été considérable depuis 1934, sous l'influence de la crise du franc, et par un mouvement de sens opposé à celui qui avait

amené en France un afflux important d'or après l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne et les Etats-Unis. Les transferts à l'étranger auraient atteint (d'après la R. E. P.) :

En 1935	16.350 millions
En 1936 (9 mois).....	15.700 millions

Une des dernières évaluations faites avant l'alignement monétaire est celle de M. VINCENT-AURIOL ; elle est de 30 milliards (Discours à la Chambre des Députés, 19 juillet 1936) pour les capitaux exportés depuis le 1^{er} janvier 1935 seulement.

Les émissions de valeurs mobilières.

Les émissions de valeurs mobilières de 1929 à 1936 sont indiquées dans le tableau ci-dessous :

(Voir le tableau n° 5).

Le montant des titres émis n'est pas identique — comme on pourrait le croire — à celui de l'épargne, puisqu'il n'en est que la conséquence. Mais en renversant la proposition, on peut dire que, pour que ces émissions aient été couvertes, il est nécessaire qu'elles l'aient été par l'épargne annuelle ou par celle formée précédemment. (Nous négligeons volontairement ici l'hypothèse où des capitaux auraient également souscrit une partie des titres).

La moyenne annuelle des émissions pendant ces huit dernières années, de l'ordre de 25 milliards, donne ainsi une indication incomplète, mais assez

TABLEAU N° 5

Emissions publiques (millions de francs)

Années	Collectivités publiques françaises et Chemins de fer						Etats Etrangers	Sociétés (2)		Total annuel
	Etat (1)	P. T. T.	Départem. Communes Colonies	Chemins de fer	Crédit Agricole Sinistrés	Actions		Obligations		
1929	—	—	2.905	4.140	406	—	8.323	6.783	22.557	
1930	—	—	3.693	4.920	—	3.111	4.373	17.504	33.601	
1931	—	—	5.212	6.214	—	3.750	2.051	14.335	31.574	
1932	3.765	2.600	4.035	6.902	—	1.400	1.356	5.068	25.126	
1933	10.333	2.307	3.640	6.226	—	1.008	948	2.652	27.114	
1934	14.105	1.192	2.867	5.594	214	—	984	3.111	28.067	
1935	6.469	1.500	2.968	4.600	2.075	—	907	1.856	20.375	
1936 (9 mois) ..	—	—	1.420	2.150	—	—	336	305	4.211	

(1) *Etat* : émissions, non compris celles des bons du Trésor et de la D. N.(2) *Sociétés*. Y compris le Crédit National.

exacte, sur la formation de l'épargne. Mais il faut déduire de ce chiffre les emprunts de conversion et les remboursements. Ces remboursements atteignent 3 milliards par an environ en ce qui concerne la Caisse d'amortissement et on peut évaluer également à 2 à 3 milliards les amortissements des chemins de fer, sociétés, etc... Au total on peut ainsi chiffrer à 20 milliards « l'argent frais » placé annuellement dans des valeurs mobilières.

Des différentes statistiques exposées ci-dessus, on peut dégager deux constatations.

I. — Au cours de la crise, l'épargne n'a pas cessé de se former régulièrement et de suffire aux demandes. M. LESCURE, dans son livre *L'Epargne en France*, l'estime à 30 milliards. Ce chiffre rapproché du revenu national, peut sembler un peu trop élevé, mais si on le diminue légèrement, qu'on en déduise les investissements d'autres catégories et qu'on y ajoute les emplois, il semble que les capitaux propres à se placer sur le marché financier aient été sensiblement égaux aux émissions nouvelles aux alentours de 25 milliards.

II. — Mais en même temps, il s'est produit une accumulation de capitaux disponibles et inemployés, outre ceux investis. Cette accumulation provient-elle d'un supplément d'épargne formée elle aussi pendant les années de crise ? Dans ce cas, l'estimation de 25 milliards serait au contraire au-dessous de la réalité, et le chiffre se rapprocherait plutôt de 35 mil-

liards. Mais cette hypothèse nous paraît encore moins défendable, toujours par rapport à l'évolution du revenu national pendant cette période.

A notre avis, le phénomène s'explique de la façon suivante : cette épargne, formée antérieurement à la crise, s'est trouvée reportée d'année en année. Celle formée jusqu'à la stabilisation du franc n'a pu en effet s'investir à l'époque que pour une faible part, si on se reporte aux chiffres des émissions pour 1925-27 :

1925	— 6.590 millions
1926	+ 9.182 »
1927	+ 18.487 »

Ces capitaux ont commencé à se placer après la stabilisation de 1928 ; ceux, très importants, exportés, sont peu à peu rentrés en France. La crise boursière de 1929, les détournant des valeurs à revenu variable, les a orientés à la fois vers les obligations, vers les banques et caisses d'épargne. On constate alors en effet une augmentation simultanée de ces trois catégories, augmentation qui dépasse de loin la proportion annuelle normale, en même temps qu'un accroissement de la circulation monétaire.

	<i>Dépôts</i>			
	<i>Circ. des billets</i>	<i>Emis. de val. mob.</i>	<i>ds les banq.</i>	<i>ds les c. d'éparg.</i>
	millions	millions	millions	millions
Fin 1929	67.769	22.717	32.775	31.971
Fin 1930	76.155	33.601	35.284	38.603
Fin 1931	83.546	31.574	37.023	50.896

Mais la crise de la livre, si elle a amené de nouveaux rapatriements, a empêché ces capitaux de se fixer.

C'est ainsi que depuis 1931, une masse sensiblement égale de capital, sous forme de billets, ou d'or, ou de dépôts à vue dans les banques étrangères, ou de devises, s'est de nouveau retirée du marché, au moment où elle avait commencé à s'y fixer. Comme nous l'avons dit, il est peu probable qu'elle ait fortement varié depuis le début de la crise, si ce n'est peut-être en 1935-36, où la diminution des investissements a été plus forte encore que celle des revenus et a dû contribuer à augmenter ce capital.

Au reste, quelle que soit la période de sa formation, son existence est certaine. Ce sont ces capitaux qui ont fait couler tant d'encre, donné lieu à tant d'évaluations, permis tant d'hypothèses sur les causes de leur abstention et sur la reprise foudroyante qui résulterait de leur rentrée dans le circuit économique.

Leur estimation est très variable, en raison du fait que les éléments dont ils se composent, billets, or, sommes placées à l'étranger, n'ont pas gardé une proportion identique par rapport au total. Si la thésaurisation des billets a pu être importante il y a quelques années — ce que nous ne croyons pas — elle a sans doute beaucoup décréu depuis 1935.

De même celle de l'or a été probablement surévaluée. On possède aujourd'hui des données assez précises à cet égard, en particulier celles du prélèvement exceptionnel institué par la loi du 1^{er} octobre 1936. Ce prélèvement a rapporté 614 millions, ce qui suppose 1.800 millions environ de lingots déclarés. Les

résultats de la souscription aux bons du Trésor spéciaux A de janvier 1937 ont été de 2.091 millions : il est possible d'estimer à 4 milliards 1/2 ou 5 milliards dans son ensemble l'importance de cette thésaurisation compte tenu de la fraude (3).

Au contraire, il est probable que les capitaux français exportés forment plusieurs dizaines de milliards de francs à la fin de la période sous revue. Nous avons rappelé l'estimation du ministre des finances : 30 milliards de janvier 1935 à mi-juillet 1936 (francs-Poincaré). Cette évaluation est probablement trop modeste, et d'autres, en particulier celles de journaux anglais, élèveraient le montant total exporté à 600 millions de livres, au moment de la dévaluation de 1936.

Au total, si l'on ajoute à ces sommes une partie même modeste de celles se trouvant dans les caisses d'épargne et qui normalement, se seraient placées en titres, on peut estimer à une soixantaine de milliards le montant qui aurait pu s'investir sur le marché de l'argent à long terme, et qui s'est au contraire retiré du circuit économique.

Certes, l'action de ces capitaux aurait été un élément primordial de baisse du taux de l'intérêt. Mais ce n'est pas à leur abstention qu'est dûe principalement la hausse de ce taux. Ce n'est pas non plus à un excès de la demande d'argent frais, en particulier par

(3) Evaluation de la B. R. I. au 30 septembre 1936 : 5 milliards 1/2.

l'Etat, car, si importants qu'aient été les besoins publics, l'épargne a toujours suffi à y répondre. Contrairement à ce qui s'est passé ailleurs, il n'y a jamais eu de déséquilibre en France entre la demande de capital, et, sinon son offre, du moins sa formation : la cause essentielle de la hausse du taux ne peut être cherchée là, mais uniquement dans la détérioration des finances publiques et de la monnaie.

DEUXIÈME PARTIE

**L'ÉVOLUTION
DES CAUSES DE VARIATIONS**

L'EVOLUTION DES CAUSES DE VARIATIONS

Il n'entre naturellement pas dans nos intentions de rechercher quelle est la nature et l'origine du loyer de l'argent, et d'examiner les nombreuses théories sur ce sujet, pour dégager ensuite les facteurs de baisse ou de hausse de ce loyer.

Mais l'exposé des variations du taux d'intérêt au cours de la période actuelle serait peu utile s'il ne s'accompagnait de l'analyse des causes qui l'ont fait varier. Et si, comme nous l'avons dit, 1928 a marqué la liquidation de la période exceptionnelle de guerre et d'après-guerre, il convient aussi d'examiner brièvement si ces causes sont semblables à celles agissant avant 1914, ou si au contraire il en est de nouvelles qui exercent désormais leur influence sur le taux d'intérêt.

Nous étudierons donc ces causes avant 1914, et depuis 1928. Mais auparavant, nous rappellerons quelques données théoriques sur cette matière, afin de rendre notre exposé plus clair.

Le taux de l'intérêt est le loyer du capital : celui-ci est soumis, comme toute autre marchandise, à la loi de l'offre et de la demande. « Rechercher les causes de variations du taux de l'intérêt, c'est étudier les causes de variation d'offre et de demande du capital ».

L'offre du capital dépend d'abord de la quantité de capital formée. Celle-ci se confond avec l'épargne annuelle, qui tend à se transformer en biens économiques afin d'en retirer précisément un intérêt. Cet investissement de l'épargne pourra se faire en placements immobiliers ou mobiliers ; et cette dernière forme étant la plus répandue à l'époque moderne, la plus grande partie des capitaux formés s'investiront en valeurs mobilières sur le marché financier.

La tendance normale de l'épargne est donc de se placer. Mais le placement enlève à l'épargnant la faculté de disposer de son capital autrement, de le placer ailleurs ou ultérieurement. Si les circonstances sont telles qu'elles inspirent au détenteur d'épargne le désir de différer son choix, l'offre diminuera, ou encore le loyer devra augmenter pour décider le capital à se placer. En général les deux phénomènes diminution de l'offre et hausse du taux, seront simultanés. Or, les événements politiques, financiers, économiques, monétaires peuvent avoir cette influence sur l'offre de l'épargne. Si l'offre diminue ainsi, le capital inemployé gardera la forme de billets de banque, d'or, d'argent disponible dans les banques ou les caisses d'épargne, ou encore, quittant son pays de formation, il se placera à l'étranger.

La demande de capital peut être faite par l'Etat ou par les particuliers ; ou encore venir de l'étranger (Sociétés et Etats étrangers).

La demande de capital par l'Etat a pour but : soit de combler le déficit du budget public ; soit de permettre à l'Etat d'exercer une activité économique nécessitant des investissements de capital, tels que construction de chemins de fer, de réseaux téléphoniques, organisation de monopoles, etc., et dans ce cas le recours au crédit par l'Etat est similaire à celui des particuliers.

La demande de capital par les particuliers, c'est-à-dire généralement par les sociétés, a pour but des investissements destinés à donner un profit. Celui-ci, et par conséquent la demande elle-même, est le plus souvent fonction du développement économique du pays et des progrès industriels entraînant la création de nouvelles industries et de nouvelles activités économiques (Chemins de fer, électricité, automobile, T. S. F., tourisme, etc., etc...).

La demande de capital par les collectivités publiques et les sociétés étrangères a les mêmes buts que ceux exposés ci-dessus. Mais certains pays manquent de capital. Ils viennent donc demander celui-ci là où il est surabondant, et contribuent ainsi, par leur demande, à la hausse du loyer de l'argent là où il est à bon marché.

Définis ainsi brièvement, tels sont les éléments de l'offre et de la demande du capital. De leurs variations dépendent celles du taux de l'intérêt. Reste à étudier l'importance relative de leur action sur ce taux.

CHAPITRE PREMIER

LA PÉRIODE D'AVANT-GUERRE

On sait que la régularité et l'abondance de la formation de l'épargne étaient un des phénomènes les plus remarquables de l'économie française avant la guerre. Il est à peine besoin de rappeler l'abondante littérature écrite sur ce sujet, ainsi que sur le rôle de « banquier du monde » que le goût de l'épargne avait donné à la France.

M. J. LESCURE, dans *L'Epargne en France*, évalue à 4 milliards par an l'épargne ainsi formée, tant individuelle que collective. Son estimation, légèrement supérieure à celles d'autres auteurs, semble très proche du chiffre réel.

Au reste, en ce qui concerne notre sujet, la détermination de l'ordre de grandeur annuelle de l'épargne a une importance secondaire. Car de toute façon, il est certain qu'elle a toujours été surabondante par rapport aux besoins.

Examinons maintenant quelle influence ont exercé sur l'offre de capital les événements politiques ou financiers de cette période.

En ce qui concerne les événements politiques, le cours de la rente est le baromètre classique auquel on recourt généralement pour connaître leurs répercussions sur le marché de l'argent.

Ainsi, en 1887, lors de l'incident de Pagny-sur-Moselle, la rente baisse de 81,10 à 79,50.

En 1904, en pleine guerre russo-japonaise, la rente évolue entre 96 et 98. En 1905, lors de la crise marocaine, variations restreintes entre 98 et 100. Enfin, au moment d'Agadir, fluctuations maxima 93 et 95.

Remarquons que trois fois, en 1887, en 1905 et en 1911, l'impression générale fut que l'on se trouvait à la veille de la guerre européenne.

Les crises politiques intérieures ont encore moins de répercussions. Ni l'affaire BOULANGER, ni l'affaire DREYFUS n'exercèrent jamais la moindre pression sensible sur le cours du 3 %, sur le taux général ou sur les émissions. La remarquable stabilité du marché des capitaux est marquée aussi par les cours extrêmes atteints entre 1892 et 1911 par le 3 % perpétuel : 93,50 et 105,25 (maximum), soit 12 points en vingt années !

Les dépressions économiques et les crises financières n'ont guère, à cette époque, exercé plus d'influence. Si, comme nous le verrons plus loin, elles entraînaient temporairement une certaine diminution du capital offert, il ne s'ensuivait pas une tension réelle du loyer de l'argent. La dépression la plus sensible fut celle de 1881-1883, qui vit le krach de l'Union Générale et une crise économique assez grave. Le 3 % perpétuel tomba de 85 (fin 1881) à 77 (fin 1883). Ultérieurement, les variations de cours furent beaucoup moins importantes :

	<i>Cours du 3 % perpétuel</i>	
	plus haut	plus bas
1895 (krach des mines d'or)....	103,75	99,60
1907 (crise américaine).....	96,20	93,75

La base de cette stabilité, extraordinaire si on la compare à la période actuelle, est, à notre avis, l'excellente situation financière de la France. Si l'on reprend les comptes des exercices 1871 à 1913, on constate que dans l'ensemble les excédents budgétaires ont été supérieurs aux déficits. Les budgets extraordinaires couverts par l'emprunt atteignent, pour la même période, un total de 4.600 millions seulement. L'augmentation de la dette, — abstraction faite des frais de la guerre de 1870, est inférieure à 6 milliards, soit en moyenne 125 millions par an, alors que la fortune nationale s'accroît annuellement d'au moins 3 milliards pendant la même période. Enfin le service lui-même de cette dette augmente proportionnellement moins encore, en raison du taux d'intérêt exceptionnellement bas. En effet, depuis les conversions de 1894 et de 1902, l'Etat français n'a plus que deux catégories de dette, l'une perpétuelle et l'autre amortissable, toutes deux à 3 %. Aussi, depuis la fin du Second Empire, et y compris toutes les charges de la guerre de 70, l'annuité nécessaire au paiement des intérêts de la dette n'a augmenté que de 354 millions en quarante-cinq ans, à peine 8 millions par an en moyenne !

Est-il nécessaire d'ajouter que tout le xix^e siècle et les premières années du xx^e non seulement n'ont pas connu d'accidents monétaires, — les grands Etats

européens tout au moins, — mais qu'encore jamais la moindre menace de dévaluation ou de dépréciation prolongée n'a pesé sur la monnaie française.

Dans cette atmosphère de parfaite sécurité financière et monétaire, l'épargne formée se portait avec la plus grande régularité sur le marché pour s'y investir. Aucun des phénomènes : thésaurisation, exportation de capitaux, etc., qui de notre temps ont pris tant d'importance, ne faisait sentir son action.

La thésaurisation existait sous forme de mise en réserve de pièces d'or. Régulière, elle stérilisait sans doute quelques dizaines de millions par an ; elle n'a rien de comparable avec le phénomène actuel.

L'exportation de capitaux peut avoir lieu, soit directement, soit par l'intermédiaire d'émissions étrangères sur le marché français. Avant la guerre, cette dernière forme avait seule une réelle importance, l'exportation directe ne jouant aucun rôle. Si l'on se reporte à la balance des comptes de la France en 1913, selon les études de M. P. MEYNIAL, le mouvement de capitaux se traduisait par une exportation de 1.200 millions environ, correspondant fort exactement au montant des émissions étrangères lancées la même année à Paris (1).

Comme actuellement, l'épargne, à certains moments troublés, se réservait et restait inemployée sous forme de comptes en banque ou de billets. Mais

(1) Voir ci-après ce tableau, page 67.

ce phénomène, avant la guerre, n'était jamais de longue durée. Si en 1907 par exemple, par suite de la crise américaine, une diminution très sensible des placements se produit, il y a reprise dès l'année 1908. Mêmes mouvements en 1909-10.

Ainsi, il est permis de dire que l'offre de capital sur le marché s'effectuait avec une régularité parfaite.

Examinons maintenant la demande, en nous reportant à la statistique des émissions faites sur les marchés français de 1907 à 1913.

Emissions (2) en millions de francs					
	Collectiv. pub. françaises	Gr. rés.	Emissions privées et étrangères		Total
			Obligations	Actions	
1907			551	1.051	
1908			1.222	899	
1909			525	1.201	
1910	302		864	1.406	
1911	4	313	1.547	1.444	3.308
1912	216	641	1.362	2.007	4.236
1913	55	524	1.158	1.480	3.217

Les chiffres exacts manquent, en ce qui concerne les émissions des collectivités publiques françaises et des grands réseaux, non soumises à la publication dans le B. A. L. O., pour les années 1907-09 ; mais leur ordre de grandeur est légèrement inférieur à ceux de

(2) Statistiques extraites d'un article de M. Henri Ulmer : « Les émissions de valeurs mobilières et l'épargne en France », paru dans le *Bulletin de la S. G. F.*, juillet-août 1929. Les statistiques de M. Jean Lescure dans « L'Epargne en France » et de M. Delauney dans « Le Marché des Valeurs Mobilières » (thèse, Paris, 1928), nous paraissent moins exactes, car elles font état pour les émissions étrangères de leur chiffre total, alors que fréquemment une partie seulement était émise à Paris.

1910-13. En résumé, si on établit les moyennes annuelles des différentes catégories de titres pour la période 1907-13, on obtient :

<i>Etat et collectivités publiques françaises</i>	<i>Grands réseaux</i>	<i>Autres émissions Oblig. Actions</i>	<i>Total</i>
100	400	2.300	2.800

Deux constatations se dégagent de ces chiffres. Tout d'abord, l'équilibre du marché, si l'on se reporte, en ce qui concerne la formation d'épargne, au chiffre précédemment cité de 4 milliards. En second lieu, on voit que l'appel fait aux capitaux par l'Etat et les collectivités, communes, colonies, etc... était presque insignifiant : 4 % environ du total. Celui des grands réseaux, plus important, ne dépassait guère 12 %. En résumé, les capitaux disponibles étaient, dans leur presque totalité, laissés à la disposition de l'initiative privée.

La courbe de variation du taux est extrêmement nette à cette époque, puisque dégagée de facteurs anormaux, elle ne varie que lentement comme la formation et la demande de capital elles-mêmes en temps normal.

Le loyer de l'argent à long terme atteignit son minimum vers 1895-98. Le cours de la rente perpétuelle dépassa 105, son rendement n'étant plus que de 2,85 %. Cette baisse n'était pas un phénomène spécifiquement français, mais au contraire général. Vers la même époque par exemple, l'avilissement du taux était encore plus profond en Angleterre, où le Conso-

lidé 2 3/4 %, convertible automatiquement en 2 1/2 en 1903, atteignit le cours maximum de 114.

Ce phénomène est attribué à une surabondance de l'offre d'argent par rapport à la demande. Alors que l'épargne ne cessait de croître, les investissements productifs se faisaient plus rares. Ainsi, d'après NEYMARCK, les émissions de valeurs mobilières dans le monde furent les suivantes de 1870 à 1895 :

1871-1880	7,5	milliards (moyenne annuelle)	
1881-1890	6,4	»	»
1891-1895	8	»	»

(3)

Puis deux causes nouvelles agirent dans le sens d'une reprise du taux d'intérêt. La première fut la création et le développement de certaines industries, telles que l'électricité, l'automobile, etc... La place nous manque malheureusement pour donner les statistiques de valeurs mobilières par catégories de sociétés à partir de 1900. En même temps que le total des emprunts augmente, on y voit la part tenue par les industries nouvelles (4).

Ensuite, dans une plus large mesure encore, l'extension prise par les emprunts étrangers sur les grands marchés. Jusqu'alors, si l'on excepte Londres qui fut toujours un grand centre financier interna-

(3) Mêmes statistiques pour 1896-1900 : 12,8 milliards.
1901-1910 : 19 —

(4) En ce qui concerne les émissions de sociétés productrices d'énergie électrique, on a :

Valeurs mobilières françaises cotées au parquet	1902	1910	Augmentation
— capital nominal — ..	60.132 millions	62.673 millions	+ 4 %
dont valeurs d'électricité	394 millions	813 millions	+ 105 %

tional, les autres places européennes n'absorbaient qu'une quantité restreinte de valeurs étrangères. Celles-ci au contraire prirent, vers la fin du xix^e siècle, une très grande importance. Il n'est pas nécessaire de rappeler ici les nombreuses études faites à ce sujet.

Nous citerons un seul chiffre, emprunté également à NEYMARCK (5). D'après cet économiste, la valeur globale des titres cotés au Parquet de Paris augmenta de 11 milliards de 1902 à 1910 ; la part des titres étrangers était de 8,3 milliards soit 75 %.

Ces émissions ne dépassèrent pas, en moyenne, la capacité de l'épargne française, et malgré certaines controverses très vives à l'époque, il ne semble pas non plus qu'elles aient privé de capitaux les entreprises nationales. Mais il y avait naturellement là une cause naturelle de hausse du loyer de l'argent, d'autant plus que les emprunteurs étrangers consentaient en général aux prêteurs des taux plus avantageux que les emprunteurs français.

Enfin, vers 1910, le malaise soulevé par la situation internationale, l'aggravation des charges militaires, la nécessité d'augmenter les impôts pour y faire face semblent aussi être intervenus dans le sens d'une élévation de l'intérêt.

Pendant les premières années du siècle, le taux a marqué ainsi une hausse régulière et lente. Le rendement du 3 % passe de 2,85 % au plus bas (1895),

(5) Neymarck: « La statistique internationale des valeurs mobilières », 8^e-9^e rapports, Paris, 1909-1911.

à 2,98 (moyenne 1895-1904), à 3,16 (moyenne 1907), et à 3,45 (moyenne 1913).

Quelques semaines avant la guerre, le Trésor lançait un emprunt amortissable 3 1/2 %, pour la première fois à un cours aussi élevé depuis 1886, accusant ainsi l'élévation du taux. Pourtant l'opinion généralement admise à ce moment-là était que le loyer de l'argent tendrait à se stabiliser au niveau encore fort bas où il se trouvait, et même décroîtrait peut-être de nouveau. Au fur et à mesure que l'équipement des pays neufs se complèterait, leur recours aux capitaux étrangers se ferait plus rare. Il y avait là une cause de diminution de la demande. Et seuls les progrès industriels réalisés par la Science et l'augmentation des armements dûe à la « paix armée » rendaient possible, sinon probable, une tension progressive dans l'avenir du loyer de l'argent.

CHAPITRE II

LA PÉRIODE 1928-1936

Rappelons tout d'abord le sens des variations au cours de cette période. Baisse du taux de 1928 à 1931, hausse à partir de 1931. En négligeant les quelques mois de diminution en 1934-35, deux mouvements principaux de sens opposé.

La phase de baisse est la première qui se soit produite depuis 1914. Elle en acquiert un intérêt particulier, car elle permet de confronter ses causes avec celles agissant avant le conflit mondial.

Au point de vue financier et monétaire, elle est entièrement caractérisée par le retour à la stabilité et à l'équilibre. Budget équilibré, monnaie saine, politique d'amortissement de la dette, telles en sont les caractéristiques que nous tiendrons pour acquises sans citer les statistiques qui les établissent et qui nous semblent superflues pour cette étude.

Si l'on peut considérer les années de guerre et d'après-guerre comme anormales à ces points de vue, on ne peut dire que ce retour à l'équilibre présente des facteurs positifs de baisse, mais plus exactement l'élimination des facteurs de hausse, élimination qui ramène le loyer de l'argent des hauteurs vertigineuses atteintes en 1925-26 vers les régions plus saines de jadis.

Ainsi l'on se voit ramené à une situation très comparable à celle d'avant-guerre. Il semble que, au point de vue du taux d'intérêt, la solution de continuité 1914-1928 soit effacée, et que le phénomène reprenne son évolution normale.

La formation de l'épargne, assurée de cette sécurité retrouvée, reprend avec une vigueur accrue, et les capitaux nouveaux cherchent avec empressement à s'investir. Du côté de la demande, les entreprises privées se portent sur le marché afin de trouver enfin l'argent frais qu'elles n'avaient pu précédemment se procurer. Le marché financier déploie la plus grande activité qu'il ait jamais connue, le chiffre des émissions atteignant ses maxima en 1930 et 1931. D'autre part, et malgré cette demande accrue, le taux continue à baisser avec régularité, surtout après la fin de la période de spéculation boursière de 1929 :

	<i>Montant des émissions Taux moyen des obl. ém.</i>	
Année 1926.....	9.182 millions	9,45 %
» 1927.....	18.487 »	7,65 %
» 1928.....	25.070 »	6,03 %
» 1929.....	22.587 »	5,36 %
» 1930.....	33.601 »	4,69 %
» 1931 (1 ^{er} sem.)	14.684 »	4,58 %

Autant de signes de présence d'épargne abondante, d'offre reconstituée et normalisée par la stabilisation de la monnaie, enfin d'emploi sur le marché d'une partie des disponibilités accumulées pendant les années d'inflation.

Reprenons les divers éléments qui caractérisent

la période antérieure à 1914 : solidité de la monnaie, prospérité financière, offre de capital toujours ample par rapport à la demande. Nous les retrouvons tous vers 1930. Rien que de logique par conséquent que leur résultante, le taux d'intérêt, soit descendue aussi rapidement, de plus de 50 % en cinq ans, et se soit retrouvée ainsi exactement au niveau de 1913.

	Cours du 3 % perpétuel	
	1913	1931
Maximum	90,80	90,30
Minimum	83,45	84,60

Pourtant la situation n'est pas absolument comparable, si on examine certains phénomènes, accessoires peut-être, mais non dénués d'importance, ni de signification.

Les mouvements internationaux de capitaux ont pris désormais une importance exceptionnelle. M. P. MEYNIAL, dans son article annuel sur la balance des comptes paru en 1930 dans la *Revue d'Economie*

Balance des comptes

(d'après P. MEYNIAL, *Revue d'Economie Politique*, mai-juin 1930)

	1913		1929	
	+	—	+	—
Excédent d'importations.....		8.345		10.011
Fret et touristes.....	5.150		11.600	
Recettes et paiements d'intér.	9.500		5.500	
Som. rapatr. p. les ouv. étrang.				2.500
Excédent de réparations.....			4.700	
Placements à l'étranger.....		5.775		7.359
Divers et mouvements d'or....	300	915		2.029
Total.....	14.950	15.035	21.800	21.899

N. B. — Chiffres en millions (ceux de 1913 ont été multipliés par 5 pour tenir compte de la nouvelle valeur du franc).

Politique montre que les balances pour 1913 et pour 1929 sont d'une remarquable ressemblance, et que si le total a augmenté, les différents éléments par rapport à ce total n'ont guère varié d'importance.

Les chiffres coïncident en effet de façon assez sensible. Mais il subsiste pourtant une différence importante quant au mode de placement des capitaux à l'étranger. En 1913 il s'agit entièrement d'emprunts sur le marché de Paris. Au contraire, en 1929, l'exportation de capitaux se fait exclusivement par placements directs faits par les Français à l'étranger, par achats de titres, transferts de fonds dans les banques étrangères, etc...

La différence peut paraître insignifiante ; elle nous semble pourtant significative en tant qu'indice de cette fluidité que les capitaux ont acquis après la guerre. Sans doute, si en 1929 l'argent français a eu tendance à s'exporter, ce ne fut pas seulement pour spéculer à Wall-Street, mais aussi faute de trouver sur le marché de Paris des emprunts étrangers à souscrire. Néanmoins, le capital prouve bien ainsi sa nouvelle mobilité. Le jour où l'on désirera limiter ces exportations de fonds français, il ne suffira plus de supprimer les emprunts étrangers en France. Les capitaux nationaux connaissent désormais le chemin de l'étranger et auront tendance à le reprendre en cas d'alerte.

Un autre changement est la part accrue de l'Etat et des autres collectivités dans les emprunts. Nous avons vu combien cette part était faible en 1908-13.

En 1928-1931, elle est au contraire sensiblement élevée, malgré l'augmentation du total des émissions:

		A	B	C	ABC
	<i>Emissions</i>	<i>Etat</i>	<i>Villes</i>	<i>Grands</i>	<i>% du total</i>
	<i>Chiffre total</i>		<i>Départements</i>	<i>Réseaux</i>	
1928.....	25.070	8.700	1.700	4.000	58
1929.....	22.587	406	2.005	4.140	32
1930.....	33.601	—	3.693	4.920	26
1931.....	31.574	—	5.212	6.214	37

Si au cours de ces années, les émissions à long terme de l'Etat sont à peu près nulles, il n'en est pas de même pour les villes, les départements, les colonies et les grands réseaux. Le recours au crédit de ces derniers, en particulier, ne s'abaisse plus au-dessous de 4 milliards. Le total dépasse 8 milliards en 1930, 11 milliards en 1931. Il semble que sur le marché des capitaux, les demandes des collectivités publiques doivent peser sensiblement plus que par le passé.

Ces quelques observations ne doivent pas être prises isolément. En fait, il n'y a pas retour exact à l'état antérieur, avec quelques modifications de détail. La situation du marché après la stabilisation n'est pas identique à celle de 1913, mais elle lui ressemble beaucoup. Seulement, les différents facteurs dont il dépend ont changé. Ce ne sont pas seulement les capitaux qui ont appris à s'exporter, ni les collectivités à s'endetter. C'est aussi la fiscalité trop lourde qui ne pourrait guère être augmentée en cas de besoin ; c'est la dette publique accrue ; enfin, c'est la dépendance plus étroite avec un univers troublé. Le système est revenu aux conditions normales, mais de justesse. Ses

différents éléments ont retrouvé les uns par rapport aux autres leur équilibre, et permis ainsi au taux cette baisse considérable. Mais ces éléments eux-mêmes restent tendus à la limite et toute crise détruirait facilement cet équilibre rétabli après quinze ans d'interruption et agirait sur le taux d'intérêt.

Enfin, on n'efface pas de l'esprit des hommes, pas plus que des faits, une si longue période d'instabilité et de ruines. Il est hors de doute que les facteurs psychologiques qui ont puissamment contribué à ce retour à la norme, pourraient réagir de façon opposée dès que les événements viendraient à nouveau troubler la confiance.

PÉRIODE DE HAUSSE 1931-36.

La hausse n'a subi qu'une interruption de quelques mois en 1934-35 avant de reprendre son mouvement vers les maxima de 1936 : nous la considérerons donc comme continue. Dans l'examen de ses causes nous ne reviendrons pas sur les points déjà examinés tels que la formation de l'épargne. Nous n'étudierons également la situation des finances publiques que pour autant qu'elle a agi sur le taux d'intérêt.

La première vague de hausse s'est produite de septembre 1931 à juillet 1932. Ses causes semblent distinctes de celles qui ont suivi. L'évolution débute brusquement en septembre sous l'influence de la chute de la livre sterling et se poursuit jusqu'en décembre. Suivent trois mois de stabilité puis un second

mouvement partiel combiné au premier, et causé par les élections générales, porte le taux (revenu moyen des obligations) de 3,48 % (août 1931) à 5,15 % (juin 1932).

Cette augmentation si marquée a des causes qui ne sont ni monétaires, ni budgétaires à proprement parler. Phénomène curieux, elle coïncide avec un afflux considérable en France de capitaux étrangers ou français rapatriés, dont le total n'est guère inférieur à 30 milliards.

Certes, la chute de la livre fut « un des événements les plus désastreux qui se fussent produits en matière monétaire depuis un siècle. » D'autre part la période d'incertitude qui précéda les élections et le résultat de celles-ci pouvaient donner lieu à une certaine tension. Mais par ailleurs ces faits ne touchaient qu'indirectement au marché français des capitaux et au loyer de l'argent. Dans une période d'avant-guerre, si l'on fait abstraction des fluctuations de quelques jours ou de quelques semaines que des événements de cette importance auraient fait subir au taux, il est infiniment probable que la réaction finale eût porté la masse des capitaux vers les fonds d'Etat et les obligations de premier ordre, considérés précisément comme refuge par excellence en période trouble. Ainsi on aurait constaté un ralentissement des émissions, mais non pas une élévation semblable du taux.

En général, cette première hausse n'a pas de signification définie. Elle s'insère dans le mouvement 1931-1936 dont elle est le prodrome. Mais sans vouloir

forcer les faits, elle nous semble confirmer ce qui a été dit plus haut sur la nature de l'équilibre atteint précédemment. Si des causes, somme toute étrangères au loyer de l'argent ont pu agir si rapidement et si profondément sur celui-ci, la raison en est que la situation était essentiellement fragile. Le taux d'intérêt avait baissé parce que l'équilibre s'était rétabli entre les différents facteurs dont il résulte ; mais ceux-ci n'avaient pas retrouvé la solidité de jadis. C'est pourquoi la première crise, même indirecte, a pu les frapper à nouveau, provoquant la hausse du taux.

Après la conversion des rentes, on constate, comme nous l'avons vu dans la première partie, une seconde étape de hausse. Les mouvements de brève durée au cours de ces quatre années peuvent se résumer ainsi :

Hausse rapide (septembre 1932 - mai 1933) ;

Stabilisation (mai 1933 - mars 1934 avec poussée de hausse au début de 1934) ;

Baisse discontinue (avril 1934 - février 1935) ;

Hausse discontinue (mars 1935 - septembre 1936).

Il ne convient pas de considérer séparément ces différentes phases car elles font partie, nous l'avons dit, d'une même période de hausse déterminée par deux causes identiques : *situation financière* et *crise monétaire*. Du moins, cette division met mieux en lumière le mode par lequel ces causes ont influé sur le taux, la situation financière au cours de la première phase, la crise monétaire au cours de la dernière.

Situation financière. Le budget de 1931-32 avait rouvert l'ère des déficits. Mais le problème budgétaire ne s'est posé réellement qu'après les élections générales, lorsque le ministère HERRIOT entreprit le rétablissement de l'équilibre. Après la conversion, les événements en cette matière se suivent et se ressemblent : échec successif de différents projets d'assainissement ; estimations croissantes du déficit de 1933, chiffré d'abord à 4, puis à 6 et enfin à 10 milliards 1/2 ; enfin ce que M. GERMAIN-MARTIN a appelé « la cascade des ministères ». Le budget de 1933 fut voté après cinq douzièmes provisoires. Quatre lois « tendant au rétablissement de l'équilibre budgétaire », selon la formule devenue d'usage, l'avaient précédé (18 juillet, 16 septembre 1932, 28 février, 31 mars 1933). Malgré tout, il comportait une insuffisance de plusieurs milliards de l'avis des plus optimistes.

Ainsi le problème financier dans toute sa gravité s'est imposé avec une rapidité brutale, en l'espace de quelques mois. Ensuite, il ne changera pas beaucoup d'aspect, comme le montre le tableau suivant, mais renaissant de ses cendres en dépit de toutes les lois de finances, il restera toujours posé :

	Déficit Etat	Déficit Gr. Réseaux	Total
		<i>millions de francs</i>	
1931-32	5.508	3.101	8.600
1932 (9 mois)	6.017	4.107	10.100
1933	7.036	4.395	11.400
1934	6.418	3.956	10.400
1935	9.000	4.606	13.600
1936	17.000	5.000	22.000

Le taux d'intérêt suit une évolution assez semblable. D'abord une hausse rapide en un semestre, jusqu'au printemps 1933 :

	Taux de capitalisation valeurs à revenu fixe
Septembre 1932.....	4,67 %
Octobre 1932.....	4,76 %
Novembre 1932.....	4,76 %
Décembre 1932.....	4,88 %
Janvier 1933.....	5,10 %
Février 1933.....	5,20 %
Mars 1933.....	5,60 %
Avril 1933.....	5,60 %
Mai 1933	6,08 %

Puis il se stabilise autour de ce nouvel étiage, ce qui ressort mieux si l'on examine les indices semestriels :

1 ^{er} semestre	1932.....	4,64 %
2 ^e	» 1932.....	4,81 %
1 ^{er}	» 1933.....	5,59 %
2 ^e	» 1933.....	5,89 %
1 ^{er}	» 1934.....	5,85 %
2 ^e	» 1934.....	5,59 %

On obtient un taux moyen de près de 6 % pour 1933, contre 3,70 % pour 1931.

Le déficit budgétaire est certainement la cause essentielle de cette augmentation. La crise économique elle-même, en tant qu'elle n'est pas examinée sous l'angle de ses répercussions budgétaires, serait plutôt un facteur de baisse du taux, car elle aiguillerait la masse des capitaux vers les valeurs à revenu fixe. Mais un déficit budgétaire lui-même, si important soit-il, n'a

pas forcément de telles répercussions, surtout dès qu'il se manifeste.

Or, en quelques mois, une détérioration complète du crédit public s'est produite. Elle se manifeste par les indices ci-dessus, par la baisse des rentes, et par les conditions très onéreuses que l'Etat doit s'imposer pour lancer ses emprunts. Alors qu'il empruntait à 4 1/2 % au pair, fin 1932, en avril 1933 il offrira du 4 1/2 % remboursable à 150 %, en juillet du 4 1/2 % remboursable en dix ans seulement, et portant intérêt réel de 5,60 %.

Pour comprendre le phénomène, il faut, croyons-nous, reprendre dans son ensemble la notion de crédit public et en analyser différents points :

1° La capacité d'endettement d'un pays est déterminée en grande partie par la possibilité d'assurer à l'aide de ressources fiscales ordinaires et permanentes le service et l'amortissement des nouvelles dettes. Ces ressources dépendent elles-mêmes de la plus ou moins grande charge fiscale qui grève les revenus particuliers.

Or il est certain qu'après la stabilisation de 1928, en France comme dans la plupart des Etats européens, tant la dette publique que la charge fiscale devaient être considérées comme ayant atteint un « plafond », au moins pour quelque temps. Il était nécessaire à cet égard de laisser souffler le pays et d'attendre que la fortune et le revenu nationaux aient regagné une certaine marge avant de recommencer à emprunter.

La dette à 280 milliards correspondait à $1/5$ ou même $1/4$ du patrimoine du pays. Son service, amortissement compris, absorbait annuellement 17 milliards, soit 30 % du budget et 8 % du revenu national global. Quant aux impôts, il est superflu d'insister sur leur poids. Il a été assez dit et répété qu'ils sont arrivés au point où, selon une expression plus remarquable que correcte, « ils se dévorent eux-mêmes ». En face d'un revenu global qui dès 1931, ne dépassait guère 200 milliards, un budget (Caisse Autonome comprise), de 60 milliards ne peut manifestement pas être dépassé. Si la Caisse d'amortissement avait été dotée en 1926 d'une autonomie constitutionnelle, ce n'était pas seulement pour résorber la dette flottante, c'était surtout pour pouvoir ensuite, en toutes circonstances, poursuivre l'amortissement et diminuer le plus rapidement possible la dette, afin de rendre aux finances et au budget l'élasticité qu'ils avaient perdue.

2° Dans ces conditions, la détérioration, même temporaire, des finances publiques ne peut manquer d'avoir des répercussions rapides. Il y a là une différence très nette avec le crédit public de jadis. Pour les grands Etats, si un certain affaiblissement résultait normalement d'une mauvaise politique financière, il ne pouvait guère dépasser certaines limites. En effet, l'Etat restait l'Etat, c'est-à-dire une personne morale qui, de par sa nature même, ne pouvait faire faillite, puisque possédant le pouvoir de lever les impôts qui lui étaient nécessaires, elle pouvait toujours, le

moment venu, assurer l'identité entre ses recettes et ses dépenses. Ce n'était que lorsque son existence même était en jeu que le cours des rentes et le loyer de l'argent subissaient de très fortes fluctuations (2), mais tant que l'Etat demeurait, les engagements qu'il avait pris semblaient, eux aussi, ne pouvoir être violés. Aujourd'hui, au contraire, toute l'histoire contemporaine est pleine de ces manquements.

C'est pourquoi peut-être, au point de vue financier, et en tant que l'Etat est débiteur envers les porteurs de fonds publics, il devient de plus en plus assimilable à une entreprise privée. Celle-ci, si elle contracte des emprunts dans une mesure exagérée par rapport à sa capacité bénéficiaire, fait courir un risque à ceux qui acceptent de devenir ses créanciers : elle est immédiatement forcée d'élever le taux des obligations qu'elle offrira sur le marché. Nous croyons que cette assimilation est exacte et explique le brusque renchérissement qui peut se produire, même pour l'Etat, dans le loyer de l'argent. Autrefois, la notion de risque n'entraînait pas en jeu pour les placements en fonds d'Etat français ; elle n'en est plus séparable maintenant. Le rentier qui souscrit à un emprunt public se souvient des différentes façons qu'a l'Etat de faire faillite et de leurs applications pratiques les plus récentes. Au moment de souscrire, il cherche à évaluer les probabilités plus ou moins grandes que de tels accidents se renouvellent, et si la situation financière

(2) Ainsi en 1848, la rente 3 % tombe à 32,50 le 5 avril ; en 1871, le 3 % atteint un minimum de 50,35 le 28 mars.

lui inspire des craintes, il ne souscrira en tout cas que si de sérieux avantages semblent compenser le risque couru.

3° Pour ces raisons, il ne nous semble pas possible d'admettre que la hausse du loyer de l'argent au cours de ces dernières années soit dûe au recours exagéré fait à l'emprunt par les collectivités publiques et à l'épuisement graduel des disponibilités du marché. S'il en était ainsi, si le crédit public se fût affaibli progressivement, la hausse se fût produite également par étapes, à mesure que ces appels à l'épargne eussent épuisé la masse de capital disposée à y répondre. Au contraire, dans la réalité, elle s'est produite en quelques mois et s'est arrêtée ensuite, lorsque le niveau correspondant aux conditions défavorables a été atteint.

4° Il faudrait ainsi arriver à conclure que, à l'époque actuelle, l'ordre d'importance des dettes publiques, des charges fiscales et des déficits rendent difficiles le maintien du crédit public dans des conditions financières défavorables. Dès l'instant où une personne, morale ou physique, à peine sortie d'une politique d'endettement, y retombe et aggrave une position déjà sérieuse, son crédit en souffrira immédiatement.

5° C'est pourquoi, on ne peut attribuer l'élévation du loyer de l'argent exclusivement au déficit budgétaire ou à l'emprunt. Ces raisons agissent, mais doivent

être appréciées en relation avec l'ensemble du problème : situation financière générale, dettes, impôts.

A ce sujet, on a quelquefois comparé la situation française, avec celle américaine résultant de la politique d'endettement du New Deal, en général pour en faire ressortir les différences fondamentales. Différences qui illustrent fort bien notre point de vue. L'accroissement de la dette fédérale de 16 à 35 milliards de dollars en sept ans a pu être pratiqué, non seulement sans aggravation correspondante du service, mais encore en maintenant celui-ci à un chiffre à peu près stable. Ainsi, au moment où la dette atteint son maximum, ses intérêts ne représentent encore que 12 % du budget ; celui-ci, 10 % du revenu national (3). La situation reste essentiellement saine. Imaginons un pays d'Utopie, policé, politiquement stable, ayant un certain développement économique et aucune dette ; il n'est guère douteux qu'il trouverait des prêteurs à des conditions fort avantageuses, plus encore que celles consenties aux Etats-Unis. Encore une fois, pour bien

(3) Situation financière des Etats-Unis (d'après le *Federal Reserve Bulletin* et le *Bulletin de statistique et de législation comparée*) :

(millions de \$)			
	Dette publique	Intérêts	
1931 (30 juin).....	16.801	611	(Exercice 1930-31)
1932 » »	19.487	590	» 1931-32)
1933 » »	22.539	640	» 1932-33)
1934 » »	27.053	757	» 1933-34)
1935 » »	28.701	821	» 1934-35)
1936 » »	33.545	749	» 1935-36)

comprendre le problème il ne faut pas en séparer les différents éléments.

6° Nous examinerons plus loin la technique des emprunts publics. Il est certain que ceux-ci, sous l'influence des besoins impérieux du Trésor, ont parfois été émis depuis 1933 à des taux plus élevés que ceux correspondant aux conditions du marché. Ce facteur a, lui aussi, influé défavorablement le crédit public, mais il n'a pas joué de rôle essentiel dans la question.

**

L'ensemble de la situation financière et budgétaire de 1932 à 1936 est résumée dans le tableau suivant :

**Evolution des finances publiques et du revenu national
depuis 1931 (4)**

Année	Budget (dép. prévues) (en millions)	Déficit réel (en millions)	Revenu national (milliards)	Dette publique (milliards)
		5.508		
1931-32.....	53.212	6.017	229	274
1932.....	41.000	7.036	206	291
1933.....	50.487	6.418	199	300
1934.....	47.005	9.000	184	319
1935.....	47.005	17.000 (5)	172	338
1936.....	46.671 (5)		189	355 (6)

(4) Chiffres empruntés au *Bulletin de stat. et de législation comparée*, à la *Revue d'Economie Politique*, au *Journal Officiel* et à un article de M. Gardey (*Revue pol. et parl.*, 10-6-36).

(5) Y compris le fonds d'armement. Pour 1936, Déficit d'après la situation résumée du Trésor au 31 mars 1937.

(6) 370 milliards à fin juin 1937, d'après une estimation de M. J. Caillaux.

Etant donnée l'importance du déficit, il n'est pas étonnant que les emprunts de l'Etat et ceux assimilés aient absorbé la presque totalité des capitaux offerts, au cours de cette période :

	<i>Emissions</i>	<i>Collectivités publiques et grands réseaux</i>	<i>% du total</i>
1932	25.126	17.302	69
1933	27.144	22.506	83
1934	28.067	23.972	88
1935	20.375	17.612	86
1936 (9 mois)....	4.211	3.570	85

Il est évident que le taux des emprunts privés n'a été d'aucune importance et n'a pu que se calquer étroitement sur celui des emprunts publics.

En résumé, aux environs du taux atteint dès les premiers mois de 1933, les besoins publics ont été couverts sans graves difficultés pendant trois années. Nous ne nous attarderons pas sur la baisse survenue en 1934, car non seulement elle a été sans lendemain, mais aussi peu importante, et n'a rien changé aux conditions générales existantes ; en particulier elle n'a à aucun moment rendu possible une reprise normale des émissions pour compte privé. Telle quelle, elle montre surtout l'influence des facteurs psychologiques. Elle s'est produite alors que le redressement budgétaire n'était qu'amorcé et qu'aucune amélioration réelle de la situation n'était en vue : le seul espoir d'un rétablissement complet a amené pourtant une détente visible du loyer de l'argent, et permis à l'Etat d'emprunter à des conditions bien meilleures que précédemment.

Cette situation des finances publiques ne pouvait se prolonger indéfiniment. Le recours à l'emprunt, s'il est continué trop longtemps, peut avoir pour conséquence soit une nouvelle augmentation du loyer de l'argent, augmentation qui répond au risque accru, soit une abstention des capitaux.

Nous avons vu que ceux-ci se sont en effet dérobés, à partir de 1935. La cause n'en est pas ici la situation financière, mais la *crise monétaire*. Si celle-ci ne s'était pas produite, il est probable que les emprunts publics auraient rencontré des difficultés croissantes. La crise de la monnaie a hâté les choses.

Le franc avait déjà subi de courtes attaques sans résultat, en 1933 (chute du dollar) et 1934 (février-mars). Ce n'est qu'en 1935, après la dévaluation du franc belge, que les conditions de la devise nationale deviennent graves. Sans nous attarder sur la question, le tableau suivant, indiquant les diminutions successives de l'encaisse-or de la Banque de France, marque les étapes de la crise :

29 mars 1935.....	82.635 milliards
7 juin —	70.725 »
8 novem. —	71.323 »
27 décem. —	66.296 »
fin juin 1936.....	53.999 »
fin sept. —	50.111 »

L'affaiblissement de la monnaie a pour conséquence normale l'abstention des capitaux à l'égard de tout investissement. En effet, quels que soient le taux, la prime de remboursement et autres avantages offerts au prêteur, la perte de 20, 30 ou 40 % qui résulterait

pour lui de la dévaluation serait toujours plus importante.

A partir de l'été 1935, et surtout en 1936, la rarefaction des capitaux atteint son maximum. Leur exportation par contre devient très importante et prive le marché de ses disponibilités. Il y a là une situation assez semblable à celle de 1925-26 :

		<i>Total des émissions</i>	<i>Compar. avec 1934-35</i>
2 ^e semestre	1935.....	8.263 millions	14.426 millions
1 ^{er} »	1936.....	3.552 millions	10.801 millions

A la différence de la crise financière, la crise monétaire peut difficilement se prolonger. C'est le degré final de la maladie d'où doit résulter à brève échéance la guérison ou la mort du malade. Si en effet l'Etat ne peut plus emprunter pour équilibrer son budget, il doit immédiatement assainir ses finances et sa monnaie. Sinon, il doit parer à la carence des capitaux par des moyens inflationnistes qui accélèrent la chute de la monnaie ; ou encore établir le cours forcé et l'embargo sur les capitaux.

A ce degré final également, le taux d'intérêt perd une grande partie de sa valeur. En effet les émissions publiques sont pratiquement suspendues, puisque le point de rencontre entre l'offre et la demande ne se produit plus.

Pour caractériser l'ensemble de cette évolution, on ne peut mieux faire que de reprendre la formule si frappante de M. L'HOMME : « *Le déséquilibre budgétaire rend l'argent cher, la crainte monétaire rend l'argent rare.* »

Si maintenant, nous passons à l'examen rapide des différentes conséquences de cette évolution, nous nous trouvons en présence des phénomènes suivants :

La thésaurisation a commencé dès 1930-31. Elle semble avoir eu à l'origine une méfiance envers les banques, puis envers les valeurs, enfin sous sa dernière forme, thésaurisation d'or, envers la monnaie.

L'exportation des capitaux, l'immobilisation de sommes considérables dans les caisses d'épargne répondent également aux phénomènes originaires, le premier à la crainte envers la monnaie, le deuxième à celle envers les placements à long terme.

Contrairement à ce que l'on pourrait croire, *les événements politiques* intérieurs ou internationaux ne semblent pas avoir influé de façon appréciable sur la tenue du loyer de l'argent. Il est assez difficile de se prononcer à ce sujet, car on ne peut aisément séparer la part des événements financiers de celle des perturbations politiques. Mais l'examen de l'évolution du taux ne donne pas à conclure à un effet marqué si l'on excepte les fluctuations de courte durée (quelques jours) qui ont pu atteindre 2 à 3 points, par exemple au 6 février. En ce qui concerne l'instabilité politique, caractérisée par la cascade des ministères, si nous n'irons pas jusqu'à dire qu'elle fut une cause d'abaissement du loyer de l'argent, l'opinion contraire ne semblerait pas beaucoup plus juste. Si elle a reçu quelque crédit, c'est probablement parce que la plupart des cabinets de la quinzième législature furent

renversés sur la question financière et que leur chute signifia et marqua un nouveau retard dans le redressement financier, ou même un abandon de celui-ci. D'où une dépression immédiate, en général, des rentes, et de là à attribuer leur baisse à l'instabilité ministérielle, il n'y avait qu'un pas, qui fut franchi à tort nous semble-t-il. Il est probable que cette instabilité, survenant dans une période de prospérité financière, aurait eu une influence à peu près nulle. Le domaine des finances publiques et celui de la politique peuvent être séparés, et celui-ci n'influerait guère sur celui-là si tout changement politique ne s'accompagnait aujourd'hui de changements financiers.

**

Si l'on se reporte aux pages précédentes, il est facile de constater que les causes qui font varier le taux d'intérêt ne sont plus aujourd'hui les mêmes que celles d'avant-guerre.

Au xix^e et dans les premières années du xx^e siècle, le loyer de l'argent était la résultante de la formation de l'épargne et de la demande de capitaux. Actuellement ces causes n'ont pas perdu leur importance, elles restent forcément à la base de l'évolution de l'intérêt. Mais d'autres facteurs, intervenant aujourd'hui, ont une action plus rapide et plus forte, et font passer les autres au second plan.

La hausse considérable et rapide du taux d'intérêt en France depuis 1931 a son origine en premier lieu

dans le déséquilibre budgétaire. L'ordre de grandeur de cette hausse a été proportionné à la gravité du déficit. Et devant un déséquilibre d'une importance que les techniciens d'avant-guerre n'auraient même pas rêvée, on ne peut s'étonner de l'augmentation du loyer de l'argent.

Mais pour le répéter encore une fois, le problème du déficit budgétaire n'est pas un phénomène accidentel dont la disparition entraînera la baisse définitive du taux. Il existe en fonction de l'ensemble du système fiscal et de la dette publique et c'est de là qu'il tire toute sa gravité en cette matière. Le déficit disparaîtra, mais la dette publique et les impôts resteront longtemps près de leurs maxima. C'est pourquoi le problème financier est aujourd'hui de façon permanente, *en puissance*, tout au moins, une cause de hausse du loyer de l'argent.

La question monétaire, seconde cause de hausse pendant la période que nous avons étudiée, est un problème international, et comme tel, sa solution et sa prévision sont beaucoup plus difficiles. Mais il n'est guère douteux qu'il ne reste, au moins pour longtemps, un facteur puissant de hausse ou de baisse pour le taux de l'intérêt. Si la stabilisation générale des monnaies doit intervenir, elle sera infiniment précaire par rapport à la stabilité de jadis. Les morts passent vite, mais les capitaux se souviennent facilement des deuils subis. La grande force des monnaies d'autrefois était qu'elles ne pouvaient être soupçon-

nées. Aujourd'hui, aucune monnaie ne sera plus, de longtemps, à l'abri de tout soupçon, et une monnaie suspectée est à moitié condamnée. Dans les phénomènes que cet état de choses provoquera : mouvements considérables de capitaux d'un pays à l'autre, thésaurisation, etc... il y aura origine à de fortes variations du loyer de l'argent.

Ces deux grandes causes nouvelles ne peuvent pas, nous l'avons dit, être considérées comme accidentelles. Elles s'insèrent dans le nouvel équilibre — ou état de choses — né de la guerre et de ses suites. Le rôle des Etats doit être d'y accorder leur politique, de faire agir les éléments favorables qu'elles contiennent et de ne point laisser agir ceux de déséquilibre s'ils veulent éviter, entre autres conséquences, la hausse du taux de l'intérêt.

TROISIÈME PARTIE

**L'ABAISSEMENT DU LOYER
DE L'ARGENT
SON IMPORTANCE
SES MOYENS DE RÉALISATION**

CHAPITRE PREMIER

L'IMPORTANCE DE L'ABAISSMENT DU TAUX

L'abaissement du taux d'intérêt peut avoir de très importantes conséquences à divers points de vue. Le loyer de l'argent exerce ses effets sur le service de la dette publique et par suite sur tout le budget ; il détermine les conditions auxquelles les collectivités publiques pourront, dans l'avenir, faire appel au crédit ; enfin il joue un grand rôle dans la reprise et le développement de l'activité économique privée.

A. — LE SERVICE DE LA DETTE PUBLIQUE

Nous avons vu précédemment à quel chiffre considérable se monte actuellement la dette publique de la France. Le service de cette dette constitue une partie importante du budget annuel, quant aux intérêts, et son amortissement absorbe la presque totalité des ressources de la Caisse autonome. Il est dès lors presque superflu de dire que toute variation du loyer de l'argent se répercutera sur cette masse budgétaire.

Avant d'examiner les chiffres, il convient de relever que les crédits annuels portés au budget de l'Etat au titre de la dette publique ne doivent pas être seuls considérés. Il y a lieu d'y ajouter ceux portés au budget autonome des P. T. T. pour le service des

emprunts contractés par eux et les charges financières des grands réseaux dont la dette est garantie par l'Etat et deviendra en fin de concession une dette publique proprement dite.

Les crédits inscrits au budget de 1937 pour le service de la dette assuré directement par l'Etat sont les suivants :

	Crédits	Capital de la dette au 31/8/35
	(en millions de francs)	
Rentes perpétuelles.....	1.652	50.962
» amortissables	4.490	182.934
Annuités diverses.....	2.483	
Dette à court et moyen terme.....	1.355	31.083
Dette flottante.....	650 a)	55.854 b)
Dette extérieure	155	2.786
Remboursements 10 %.....	251	
Service des emprunts compte capital..	190	
Service des emprunts émis en couverture des insuffisances des grands réseaux après 1926.....	1.427	
Total.....	12.653	323.619

Soit au total 12.600 millions. Si l'on en déduit le service des emprunts des grands réseaux, dont nous ferons état plus loin, ce chiffre est ramené à 11 milliards environ. Il sera sensiblement plus élevé en 1938, en raison de la suppression du prélèvement de 10 %.

Il est souvent question de la possibilité de réduire la masse budgétaire en diminuant le loyer de l'argent, et en convertissant la plus grande partie de la dette, à l'exemple de ce qui a été fait dans d'autres pays. Il

a) (Non compris les B. D. N.)

b) (Y compris les B. D. N.)

est certain, nous l'avons vu, que le loyer de l'argent est très élevé en France par rapport aux autres pays. Toutefois, son abaissement se traduirait-il par une économie considérable pour le budget ? Le seul moyen de s'en rendre compte est d'examiner la répartition actuelle selon l'intérêt servi, des emprunts de l'Etat.

Dans le tableau suivant, nous avons classé la dette perpétuelle, amortissable et à court et moyen terme, telle qu'elle existait au 31 décembre 1935. Depuis cette date, les modifications n'ont pas été très importantes, la Trésorerie ayant été presque exclusivement alimentée par des avances diverses, des émissions de bons du Trésor et les avances de la Banque de France. Nous y avons pourtant ajouté le dernier emprunt à garantie de change 4 1/2 % 1937 :

Taux	Catégories de rentes	Montant en millions	Econom. annuel. réalisable par conversion à	
			4 %	3,5 %
3 %	Rente perpétuelle et amortissable	19.926	—	—
3 1/2 %	Rente amortissable	5	—	—
4 %	Rente perpétuelle 1917 - 1918 ; obligat. du Trésor mars 1935 ; rente perpétuelle à garantie de change 1925.....	36.360	—	183
4 1/2 %	Rentes A et B 1932, oblig. outillage national 1932 ; Caisse autonome 1929 ; Bons du Trésor 1933, 1934 ; oblig. à garantie de change 1937.....	114.778	574	1.147
5 %	Obligations 5 % 1935, Crédit National 1919, 1934, Bons 5 % 1933-1934	12.621	126	188
6 %	Crédit National 6 % 1924, Bons Cr. National, 1922-1923.....	7.253	145	182
			845	1.700

Non compris : la rente 5 % 1920, les obligations du Trésor 4 % 1933 et 4 % 1934, les obligations du Crédit National 5 % 1919. Tous ces titres ne pouvant être remboursés qu'avec une prime considérable, sont difficilement convertibles.

Ainsi, d'après ces données, quelle serait l'économie qui résulterait de la diminution du taux ? Il s'agit ici d'un calcul approximatif et qui néglige les difficultés légales, en particulier l'inconvertibilité actuelle de certains emprunts :

Si l'on prend pour base un taux de 4 %, le montant de la dette à ramener à ce taux est de 135 milliards, et il en résulterait une économie de 900 millions par an.

A un taux de 3 1/2 %, la dette à convertir est de 191 milliards, avec une économie de 1.700 millions.

D'autre part, une partie importante de la dette publique, 48 milliards environ, représente le capital d'annuités payables par l'Etat à divers titres, généralement à celui des dommages de guerre. Ce capital est représenté pour la plus grande partie par des emprunts garantis de départements, de groupes de sinistrés, etc., et n'est pas compris dans le tableau ci-dessus. Les annuités représentent actuellement pour l'Etat une dépense annuelle de 1.300 millions. La réduction du taux d'intérêt permettrait, à 4 %, une économie que l'on peut évaluer à 200 millions, et à 3 1/2 %, à 300 millions.

On arriverait ainsi à une économie annuelle de

l'ordre de 1.100 millions pour un taux de 4 %, et de 2 milliards, à 3 1/2 %.

Ces chiffres, s'ils n'ont aucune prétention à une exactitude même approchée, ont du moins l'avantage de fixer les idées et d'indiquer de quel ordre serait l'économie résultant pour les finances publiques de l'abaissement du taux. Elle est certainement moins élevée qu'on ne le pense généralement. Cela tient à plusieurs raisons : 1° La dette publique comporte encore des montants considérables émis à des taux assez bas ; le 3 % perpétuel et amortissable, les 4 % 1917 et 1918, et le 4 % 1925 forment en tout plus de 55 milliards. Si l'on suppose l'ensemble de la dette ramené au taux de 4 %, aucune économie ne sera possible sur cette portion ; et à 3 1/2 %, la conversion des 4 % entraînera une économie peu importante, 180 millions environ.

2° La conversion de 1932 a porté sur 85 milliards, ramenés ainsi à 4 1/2 % et les emprunts faits depuis, bien que portant intérêt réel en général à plus de 5 et 5 1/2 %, ont été contractés à des taux nominaux variant entre 4 et 4 1/2 %, ce qui rend les conversions peu profitables ou même impossibles quand le porteur a droit à une prime élevée de remboursement.

A l'opposé, il convient de faire deux remarques, nos calculs ne portant que sur la dette perpétuelle, amortissable et à court et à moyen terme :

1° Au sujet de cette dernière, les taux de base choisis semblent élevés. Le jour où il sera possible

d'offrir aux porteurs de fonds publics un intérêt de 3 1/2 % pour des rentes perpétuelles ou à long terme, un taux inférieur sera normal pour des obligations remboursables, par exemple, à cinq ou dix ans, et il y aura là origine à une économie supplémentaire.

2° Nous n'avons pas parlé de la dette flottante, cette catégorie de capitaux ne rentrant qu'accessoirement dans le cadre de cette étude. Nous renvoyons sur ce point aux pages 117-120, et en particulier à la note de la page 120, en faisant simplement remarquer que l'abaissement général du loyer de l'argent permettrait, sur cette catégorie, une réduction considérable du service.

Procédons maintenant aux mêmes calculs, pour les emprunts des P. T. T. et des grands réseaux :

Taux	Catégorie de titres	Montant en millions	Economie annuelle (en millions) réalisable par conversion à :	
			4 1/4 demi-net	3 3/4 demi-net
5 %	P. L. M., Orléans, Midi, Nord, Est.	26.272	199	316
5 1/2 %		1.753	22	31
6 %		7.465	130	167
6 1/2 %		350	8	10
	Etat (évaluations)		359	524
			150	200
			509	724

		millions	Economie annuelle (en millions) réalisable par conversion à :	
			4 %	3 1/2 %
4 1/2 %	P. T. T.			
5 %	Obligations 1929-1933	5.595	28	56
	— 1928-1934	4.677	47	71,5
	1935			
		10.272	75	127,5

Ces emprunts sont en moyenne plus onéreux que ceux de l'Etat.

En reprenant les bases précédentes, on arrive aux résultats suivants :

P. T. T.

4 % Taux de base ; convertibles 10 milliards : économie annuelle, 75 millions ;

3 1/2 % Taux de base ; convertibles 10 milliards : économie annuelle, 127 millions.

Grands Réseaux.

Pour les emprunts de ceux-ci, comme ils sont toujours émis demi-net (taxe de transmission à la charge du porteur), nous avons pris comme bases des taux de 4 1/4 et 3 3/4 %, la différence de 1/4 de point correspondant sensiblement au montant de la taxe. Nous n'avons pas fait entrer en ligne de compte les emprunts 4 %, sur lesquels l'économie réalisable par conversion serait insignifiante.

Taux 4 1/4 % demi-net : économie annuelle, 500 millions.

Taux 3 3/4 % demi-net : économie annuelle, 725 millions.

Tels sont sommairement les résultats que permettrait la conversion générale des dettes de l'Etat et des grands réseaux.

Toutefois, en supposant que l'abaissement du loyer de l'argent rende praticable cette politique de conversion, il resterait encore à examiner si en géné-

ral les rentes et obligations du Trésor et des grandes compagnies de Chemins de fer peuvent, en vertu des conditions d'émission, être converties actuellement ou à une date rapprochée.

En ce qui concerne les emprunts de l'Etat proprement dits, la plupart sont déjà convertibles ou le deviendront d'ici peu, ainsi que le montre le tableau suivant :

	Convertibles
Rente 4 % 1925. Obligations du Trésor	
5 % 1935	en tout temps.
Bons du Trésor 4 % 1935	dès le 10 septembre 1937.
Rentes 4 1/2 % A et B	dès le 1 ^{er} janvier 1939.
Obligations Outillage National 1932 ..	dès le 1 ^{er} janvier 1935.
Bons du Trésor 5 % 1934	dès le 5 janvier 1939.
Bons du Trésor 4 1/2 % 1933	dès le 1 ^{er} juillet 1940.
Obligations du Trésor 1937 4 1/2 %	
à garantie de change	dès le 1 ^{er} mars 1942.
Rentes 4 % 1917 et 1918	dès le 1 ^{er} janvier 1943-44.

Ainsi, au cours des prochaines années, la plus grande partie de la dette publique deviendra convertible. En particulier, en 1939, les deux rentes A et B 4 1/2 % pour un total de plus de 80 milliards, et en 1943-44, les 4 % 1917 et 1918 pour un montant de 26 milliards environ.

De toute façon, l'Etat garde toujours le droit de proposer aux porteurs une conversion facultative, quand les conditions d'émission ne lui permettent pas de les y obliger, et il dépend de lui, en rétablissant le crédit public, de rendre cette conversion plus avantageuse qu'un refus. Nous parlerons plus loin de l'opération de ce genre réalisée en Belgique en 1935.

Sans examiner en détail la même question de convertibilité pour tous les titres des chemins de fer,

des P. T. T., etc., on peut dire que la très grande majorité en est dès maintenant convertible et qu'il n'y a aucun obstacle légal à la réduction générale du taux d'intérêt.

En définitive, quel bénéfice résulterait-il pour les finances publiques de cette réduction ? D'après les chiffres que nous avons établis, 1.700 millions pour un taux de 4 % et 3 milliards pour un taux de 3 1/2 %.

Mais si on tient compte de l'économie à réaliser également sur la dette flottante, dont il n'a pas été tenu compte plus haut, et de la possibilité d'aménager une partie de la dette en obligations à moyen terme et à intérêt réduit (2 1/2 % par exemple) selon l'exemple anglais et américain, on pourrait estimer à 4 milliards en tout la diminution à attendre sur le service, avec une base de 3 1/2 %.

Si l'on a présent à l'esprit le fait que les crédits annuels nécessaires à ce service sont actuellement de l'ordre de 19 milliards (1), on peut dire que l'économie réalisée par une diminution du loyer de l'argent au-dessous de 4 % n'apporterait pas de solution définitive au problème budgétaire actuel, mais contribuerait pourtant très efficacement à le résoudre.

En outre, ce nouvel aménagement de la dette publique permettrait de renoncer aux engagements pris envers les porteurs et relatifs à l'amortissement. L'amortissement contractuel, en effet, n'a été qu'une

(1) Budgets de l'Etat et de la Caisse Autonome d'Amortissement.

source de déconvenues, en particulier en obligeant à amortir régulièrement d'une main tandis que de l'autre l'Etat était forcé d'emprunter aux conditions les plus désavantageuses. La suppression de cet amortissement ne constituerait pas une véritable économie, mais il permettrait en temps de crise de réduire d'autant le fardeau fiscal, soit, pour préciser, de près de 3 milliards par an, somme qui doit en outre augmenter d'année en année. A cet égard, l'exemple donné par l'Angleterre depuis 1932 mérite une fois de plus d'être imité.

Au total, la combinaison de la réduction de l'intérêt et de la suppression de l'amortissement contractuel pourrait permettre une diminution de plus de 6 milliards de la masse budgétaire. Toute restauration financière qui permettrait de réussir à cette politique d'aménagement complet de la dette publique, trouverait dans ce résultat à la fois sa justification et son couronnement.

B. — LE RECOURS A L'EMPRUNT DE L'ETAT DANS L'AVENIR

Il est difficile d'estimer dans quelle mesure l'Etat, dans un avenir même prochain, aura recours à l'emprunt. Poser la question entraîne évidemment une certaine contradiction avec ce qui a été dit précédemment, à savoir que l'endettement de l'Etat avait atteint en quelque sorte son « plafond », et que tout accroissement ultérieur compromettrait la restauration des finances publiques.

La contradiction est plus apparente que réelle, pour diverses raisons :

1° Les dévaluations d'octobre 1936 et de juillet 1937, en diminuant le poids réel de la dette, ont eu pour effet de rendre à celle-ci une certaine marge d'accroissement ;

2° L'endettement, pour un Etat comme pour un particulier, constitue ou non un danger selon les conditions auxquelles il est effectué. Il est évident qu'en empruntant à un taux peu élevé on peut supporter une dette beaucoup plus forte que si le taux est fort. L'exemple tout récent de l'Angleterre et des Etats-Unis est là pour le prouver ;

3° Enfin, on ne peut assimiler un emprunt destiné simplement à combler le déficit budgétaire à celui qui servira à financer l'activité économique de l'Etat, celle-ci augmentant la capacité contributive du pays.

Pour ces raisons combinées, il semble certain que la France, après avoir remis en ordre ses finances, pourra recommencer, dans certaines limites, à emprunter. Il serait anormal qu'il en fût autrement. Sur l'épargne formée annuellement, l'Etat peut en absorber une partie sans nuire ni à l'activité privée ni au crédit public, pourvu que ses emprunts ne soient pas exagérés, qu'ils laissent aux particuliers la possibilité de trouver sur le marché les capitaux qui leur sont nécessaires et qu'ils ne soient pas contractés à des conditions onéreuses.

Par ailleurs, en tant que les activités économiques

de l'Etat deviennent de plus en plus nombreuses, l'emprunt devient nécessaire. Il n'est guère douteux que sous une forme ou sous une autre l'Etat ne prenne sous son contrôle une partie de la vie économique du pays. Qu'il dirige des réseaux de Chemins de fer, qu'il subventionne des sociétés de transport maritime ou aérien, qu'il établisse le monopole du commerce de certains produits ou qu'il nationalise diverses industries, l'Etat industriel et commerçant aura, comme les particuliers, besoin de capitaux. Et son intervention réussira d'autant mieux qu'il pourra procurer à ces organes économiques les fonds qui leur seront nécessaires et qu'il pourra, en tant qu'Etat, les leur procurer à des conditions plus avantageuses.

Que ces capitaux soient économiquement bien employés, que leur rémunération soit assurée dans d'aussi bonnes conditions que s'ils étaient confiés à l'activité privée, la question sort complètement de notre sujet. Le point qui nous intéresse est le suivant : les besoins de capitaux de l'Etat qui, jadis, avaient pour origine la différence entre ses dépenses et ses recettes, répondent désormais et répondront à deux causes distinctes : le déséquilibre budgétaire proprement dit d'une part, et, d'autre part, l'investissement de capitaux dans des entreprises économiques.

A l'heure actuelle, les emprunts des P. T. T. par exemple, émis pour améliorer et étendre le service postal et surtout téléphonique, constituent des investissements de ce genre. Il en est pratiquement de même pour la part des emprunts des grands réseaux destinée

à la construction de lignes nouvelles, à l'électrification, etc... Certaines émissions de Compagnies de navigation ont été faites avec la garantie de l'Etat qui en assure au besoin le service.

Dans la période actuelle et pour des motifs d'ordre politique, économique et social, ce rôle de l'Etat semble destiné à s'élargir de plus en plus, en prenant différentes formes, monopoles de production, offices de vente, sociétés à contrôle de l'Etat. Cette activité accrue nécessitera certainement un financement régulier de ces entreprises. La diminution du loyer de l'argent aura à cet égard une grande importance en ce qu'elle permettra dans de meilleures conditions le transfert de la gestion privée à celle publique de certains organismes économiques.

*
**

C. — LES ENTREPRISES PRIVÉES

A ce point de vue la question est difficile à traiter, car la plus grande partie des données échappent à la statistique. Il est impossible de connaître l'endettement privé comme on connaît celui public. On ne peut évaluer le montant des obligations entre particuliers : dettes chirographaires, emprunts sur nantissement, dettes hypothécaires, etc., et il ne saurait à plus forte raison être question d'en déterminer et classer les innombrables modalités quant au taux, à la durée, etc.

Si l'on s'en tient à la dette obligataire cotée en

Bourse des sociétés françaises, — ce qui constitue la plus grande partie de la dette obligataire totale, — on constate que la majorité des emprunts contractés par ces entreprises reçoit un intérêt demi-net variant entre 3 et 5 %, ce dernier chiffre étant le plus fréquent. De très nombreuses conversions ont eu lieu en effet entre 1930 et 1932 et ont permis de réduire le taux des émissions faites après la guerre et jusqu'en 1927. Toutefois, plus de deux cents emprunts, soit près des 2/5 de ceux cotés, bénéficient encore d'un taux supérieur à 5 %, soit qu'émis entre 1921 et 1927 ils n'aient pu être convertis ultérieurement, soit que leur lancement ait eu lieu à partir de 1932.

Le taux d'une autre catégorie de dettes privées, celles hypothécaires, peut être estimé d'après celui du Crédit Foncier de France qui avait été fixé depuis 1934 à 8,05 % et qui n'a pu être ramené à 6,30 % que par des avances du Trésor. Non seulement le taux en général est trop élevé si l'on tient compte de la situation de la propriété immobilière, mais encore il est devenu dernièrement presque théorique, les prêts devenant de plus en plus rares. Il est certain que l'abaissement du loyer de l'argent en ce qui concerne les prêts fonciers serait extrêmement utile.

En général, toutefois, il ne convient pas d'exagérer le rôle que joue le loyer de l'argent dans la vie économique en ce qui concerne les dettes existantes. Comme on l'a souvent fait remarquer, l'endettement privé en France n'est pas considérable. Certaines catégories de

débiteurs, et précisément ceux hypothécaires et les propriétaires de fonds de commerce qui ont emprunté sur leur fonds, se trouvent souvent très gênés actuellement ; mais cela tient, spécialement en ce qui concerne ces derniers, plutôt à l'exagération des emprunts contractés qu'au taux de ceux-ci. En pareille matière, si la réduction du capital des dettes par voie législative reste insuffisante, il faut que la crise achève de faire son œuvre en faisant disparaître les entreprises trop lourdement débitrices.

Au contraire, on ne saurait surestimer la part considérable que jouerait pour la reprise économique l'abaissement du taux. Celui-ci est indispensable et on ne peut concevoir même de véritable prospérité sans argent à bon marché.

En général, les périodes de dépression où les investissements sont rares, sont aussi des périodes où les capitaux, ne trouvant pas de placements, s'offrent à des conditions avantageuses ; de sorte que, au moment où la conjoncture s'améliore, les entreprises peuvent se procurer sans difficultés les fonds qui leur sont nécessaires. Malheureusement, les mêmes raisons qui ont amené la hausse générale du taux ont empêché jusqu'ici en France cette évolution de se produire. Ainsi, en 1937, l'économie nationale se trouve à beaucoup d'égards dans des conditions favorables à un redressement, mais un des facteurs essentiels fait défaut. Il est certain pourtant que de nombreuses entreprises ont besoin de capitaux frais et que les émissions industrielles doivent reprendre normalement pour leur per-

mettre de développer leur activité (2). Il y a là une raison de plus, et dont l'urgence ne fait pas de doute, de s'attacher à la baisse du loyer de l'argent et au réveil du marché des capitaux.

(2) Plusieurs banques dans leurs rapports annuels pour 1936, en particulier la Banque de Paris et des Pays-Bas, soulignent cette nécessité.

CHAPITRE II

LES MOYENS DE RÉALISER L'ABAISSEMENT DU LOYER DE L'ARGENT

L'examen des déterminantes du taux nous a permis de mettre en lumière les causes nouvelles qui agissent sur le loyer de l'argent.

Nous avons pu ensuite conclure au cours du chapitre précédent que la diminution de ce loyer est d'une grande importance pour les finances publiques et pour l'activité économique tout entière.

Il nous reste à examiner comment cet abaissement peut être obtenu.

Plus encore que précédemment il est nécessaire ici de sortir de l'étude des faits pour passer à des appréciations personnelles. En effet on ne saurait douter que le taux n'ait baissé jusqu'en 1931 et n'ait augmenté ensuite. En passant aux causes de cette évolution, on peut déjà différer d'avis sur leur importance relative. A plus forte raison quand on passe à l'examen des remèdes, l'appréciation subjective joue un grand rôle dans leur choix. Et enfin il resterait encore à déterminer quelle est leur véritable portée, et si, techniquement excellents, ils ne sont pas inapplicables pratiquement pour des raisons politiques, économiques, sociales ou de mœurs, raisons qui sortent complètement du cadre de ce travail, mais peuvent néanmoins dominer les questions qu'il traite.

Dans les pages qui suivront, nous nous en tiendrons à l'exposé des moyens qui semblent propres à amener la diminution du taux.

A. — CONSIDÉRATIONS GÉNÉRALES

Le taux d'intérêt étant, rappelons-le, la résultante de l'offre et de la demande des capitaux à long terme, une action en vue de son abaissement peut avoir deux modes distincts.

a) en premier lieu, ne pas opposer d'obstacles à la loi de l'offre et de la demande. Nous appellerons ces facteurs les facteurs négatifs de baisse. Si, en effet, on considère que l'équilibre budgétaire, la stabilité monétaire, sont les bases normales du système financier d'un pays, on ne peut les considérer comme des moyens positifs d'agir sur le loyer de l'argent, mais *a contrario*, leur absence agirait dans le sens de la hausse : et, à ce point de vue, on les appellera des facteurs négatifs.

b) en second lieu, agir sur les quantités de capitaux offertes et demandées, en augmentant les premières ou en diminuant les secondes par divers moyens techniques.

Cette distinction tire sa raison d'être du fait que facteurs négatifs et positifs n'agissent pas avec la même rapidité, ni avec la même force.

L'élimination des causes de hausse, telles que déséquilibre financier et crainte monétaire, peut entraîner une baisse aussi violente et aussi rapide que la hausse provoquée par ces mêmes causes.

L'exemple de 1926-1931 est frappant à cet égard. Au contraire, s'il est possible d'agir sur un marché en équilibre, en augmentant les capitaux disponibles, il est facile de comprendre que cette action est plus lente et plus difficile. Normalement les variations du taux sont lentes et de très longue durée ; pour se reporter à l'avant-guerre, la période de baisse a duré vingt-cinq ans, de 1871 à 1896, et celle de hausse était en 1914 en cours depuis près de vingt ans. Une politique de diminution du loyer de l'argent doit se conformer en quelque sorte à l'amplitude de ces fluctuations, et être conçue et réalisée sur un certain espace de temps. S'imaginer pouvoir, en quelques mois, modifier profondément l'équilibre existant sur le marché financier, et obtenir une diminution profonde de ce loyer, enfin la maintenir, c'est là une illusion. Illusion nuisible s'il en est, car elle peut entraîner de brusques variations et ne permet en aucune façon de réaliser les avantages que donne une baisse durable.

A ce point de vue, il faut malheureusement constater que le mythe de l'abaissement rapide et miraculeux est assez en faveur en France. Chaque symptôme favorable : hausse des rentes, succès d'emprunt, est accueilli comme annonçant cette ère d'argent à bon marché tant désirée depuis plusieurs années et que l'on voudrait obtenir sans effort et sans persévérance.

Si l'on examine en passant le marché de l'argent à court terme dont le taux varie plus facilement, on se rappellera que diverses tentatives ont été faites à cet égard. On sait comment, par exemple, chaque diminu-

tion du taux de l'escompte est l'occasion pour les « spécialistes » de la grande presse à des articles annonçant la prospérité à brève échéance pour le commerce et l'industrie (1).

En matière de capitaux à long terme, le manque de continuité dans l'action et de vues un peu lointaines, est frappant. En 1931, au moment le plus favorable, une politique absolument opposée à celle qui permettrait l'abaissement définitif et profond du loyer de l'argent est adoptée pour des raisons électorales. L'année suivante, une conversion remarquable au point de vue technique, mais à résultat forcément limités, est présentée comme un pas décisif sur la voie souhaitée. En 1936, au lendemain d'un assainissement monétaire, alors qu'une action dans ce domaine aurait les meilleures chances de réussir, on se l'interdit délibérément. Les raisons politiques qui commandent de semblables erreurs techniques n'étant pas de notre compétence, il suffit de signaler les faits.

B. — LE REDRESSEMENT FINANCIER

Puisque le déséquilibre du budget, l'augmentation énorme de la dette de l'Etat et des grands réseaux ont été en première ligne les causes de la hausse du taux, il est nécessaire de rétablir avant tout les finances publiques.

Nous n'avons heureusement pas à examiner ici

(1) Notons qu'en 1935-36, le taux de l'escompte n'a pas varié moins de vingt-et-une fois.

comment l'équilibre budgétaire et l'assainissement financier peuvent être réalisés. Mais la question de savoir *s'ils* doivent l'être ne se pose même pas. L'endettement public s'est poursuivi sans arrêt depuis sept ans à une cadence annuelle de 20 milliards, absorbant toute l'épargne du pays, et rendant toujours plus difficile un rétablissement ultérieur. Il ne faut pas se dissimuler que depuis longtemps l'impression a prévalu que les besoins de l'Etat ne pouvaient plus être couverts par ses recettes normales ; que par conséquent l'endettement continuerait ; que les fonds publics seraient constamment dépréciés par de nouveaux emprunts ; que le service de ceux-ci accroîtrait toujours davantage le déséquilibre budgétaire ; et qu'enfin l'Etat aboutirait à la faillite. Celle-ci s'est produite sous forme d'une amputation de près de moitié de la monnaie.

Nous avons dit précédemment que le recours régulier à l'emprunt de la part des collectivités publiques est parfaitement normal, quand il a lieu dans certaines limites. Demander annuellement 4 ou 5 milliards à l'épargne ne peut être une cause d'affaiblissement du crédit public. Un montant de cet ordre laisse aux entreprises particulières le champ libre pour leurs émissions, n'exerce pas une action à la hausse du taux ; et son service peut être assuré par les budgets futurs.

Mais ce qui devrait être toujours possible ne l'est plus quand on abuse de l'emprunt et que l'on s'installe dans le déficit. Au cours des exercices budgétaires où

les besoins d'argent de l'Etat atteignaient leur maximum, le marché financier a été fermé à tout emprunt pendant quinze mois (décembre 1935 - mars 1937), et à cette dernière date, seule la promesse d'une garantie de change a pu décider les capitaux. Qu'une telle situation ait pu se produire devrait inciter les pouvoirs publics à agir pour empêcher qu'elle ne se renouvelle ; car elle présente trop de dangers pour qu'on puisse l'accepter.

Il faut dire nettement que pour pouvoir emprunter, il est nécessaire au préalable d'équilibrer le budget. Ce principe n'a du paradoxe que l'apparence, et il n'est pas d'autre solution qui permette de rompre le cercle vicieux où le crédit public a tourné trop longtemps. L'assainissement financier permettra la conversion de la dette publique ; l'économie qui résultera de cette opération complètera et assurera l'équilibre retrouvé.

La faillite réalisée par les récentes dévaluations monétaires a réduit les charges budgétaires réelles et doit faciliter la solution. Il semble qu'en même temps l'on veuille revenir au principe de l'équilibre. Le budget ordinaire de 1938 est annoncé comme devant comporter un excédent, celui extraordinaire a été réduit. Si ces prévisions sont ratifiées par les faits, si surtout les intentions d'économies et d'équilibre sont autre chose qu'un feu de paille dans la nuit financière, il est permis d'espérer que l'incidence sans égale de ces problèmes sur le loyer de l'argent s'exercera désormais dans un sens favorable.

C. — LE PROBLÈME MONÉTAIRE

Ce problème a été, nous l'avons vu, un des facteurs décisifs de la hausse du taux.

A l'heure où nous écrivons ces lignes, il reste encore entièrement indéterminé, car il n'a reçu de solution ni sur le plan international, ni sur le plan intérieur. Nous étudierons plus loin les conséquences des deux dévaluations de 1936-37 sur le loyer de l'argent. Ici, nous désirons examiner de façon générale quelle est la solution monétaire qui semble de nature à exercer l'influence la plus favorable sur ce loyer.

Quelques constatations s'imposent au préalable :

1° Après 25 ans de troubles monétaires, espérer le retour à une stabilité générale et durable semble trop optimiste. Si aucune raison logique ne s'y oppose absolument, le changement de conceptions qui s'est produit à ce sujet, est beaucoup plus puissant que toutes les raisons du monde.

La monnaie paraît bien devenue aujourd'hui la victime expiatoire qu'en cas de difficultés économiques et financières, il convient de sacrifier en premier lieu sur l'autel de l'intérêt général. Les accords internationaux ne changeront rien à cela, et le sort de celui tripartite de septembre 1936, devenu caduc moins d'un an après sa signature, en est une preuve.

2° D'autre part, les possesseurs de capitaux eux-mêmes, autrement dit ceux qui peuvent avoir à s'inquiéter du sort de la devise nationale, ne gardent

pas non plus d'illusions sur la pérennité des statuts monétaires actuels.

Les sachant périssables, il n'est guère de doute qu'ils ne se tiennent le plus possible sur leurs gardes. Cela promet des mouvements de capitaux fréquents et contradictoires au cours des prochaines années. Ces mouvements, s'ils ne parviennent pas à modifier les monnaies, risquent en tous cas, par leur importance, de troubler sérieusement la stabilité monétaire. Or tous mouvements anormaux de capitaux provoquent inévitablement de larges variations du loyer de l'argent et modifient les marchés financiers, même si en fin de compte l'alarme monétaire qui les a provoqués était vaine.

Ces constatations faites, deux questions se posent : d'une part, quel est le régime monétaire qui permettra le mieux d'éviter une hausse du taux due à la crainte monétaire ; d'autre part, comment remédier éventuellement au resserrement du marché de l'argent lorsque des exportations de capitaux se produisent.

En ce qui concerne le régime monétaire, la France, en moins d'un an, a fait l'expérience successive de trois régimes différents, passant de l'étalon-or à la monnaie flottante entre certaines limites (système belge de 1935 à 1936), et ensuite au franc totalement détaché de l'or (système anglais depuis 1931).

Le système monétaire adopté doit permettre d'une part une défense aisée de la monnaie, et d'autre part convenir à la mentalité des détenteurs de capitaux.

L'étalon-or classique, qui convenait parfaitement

à des époques de grande stabilité économique, semble actuellement trop rigide. Son application ne permet pas une défense aisée de la monnaie, et place celle-ci dans une situation critique dès que les devises d'autres pays étrangers viennent à être dévaluées. En fait, depuis la dévaluation de la livre sterling, toute l'évolution s'est résumée en deux lignes : affaiblissement des monnaies-or jusqu'à dévaluation, renforcement des monnaies dévaluées.

Si à défaut d'étalon-or classique, on adopte le système de la monnaie flottante et défendue par un fonds d'égalisation, il importe de savoir si la monnaie évoluera entre certaines limites ou au contraire sera totalement détachée de l'or et libre de chercher son « niveau naturel », selon une expression en faveur.

A notre avis, ces deux systèmes ne conviennent pas indistinctement à tous les pays. Il y a quelques années — *quanti mutati !* — une des principales raisons invoquées pour défendre à tout prix l'étalon-or en France était le manque de sang-froid des détenteurs de capitaux et du public en général, chez qui une monnaie flottante provoquerait une tendance à l'exportation continuelle de capitaux. Et on opposait à cet état d'esprit le sang-froid britannique.

Un telle comparaison est assez arbitraire. Il serait juste de rappeler que depuis que la livre « flotte », les pouvoirs publics anglais, assurés d'une continuité de plusieurs années, ont suivi une politique rigoureuse et inflexible d'assainissement financier, inspirant ainsi une confiance justifiée au public.

Des conditions aussi favorables ne se sont jamais produites en France. C'est pour cette raison que l'adoption du « franc flottant » en juillet 1937 ne nous paraît pas la solution la meilleure pour la France. Elle suppose en effet l'absence de changements et de troubles politiques, l'influence de ceux-ci étant plus sensible sur une devise flottante que sur tout autre régime monétaire.

Il est regrettable que le statut adopté de septembre 1936 à juillet 1937 n'ait pu être conservé. L'application qui en a été faite l'a été dans de trop mauvaises conditions pour que son échec puisse témoigner contre lui. A une autre période, en fixant des limites assez éloignées l'une de l'autre pour faciliter la défense de la monnaie et pour permettre les adaptations nécessaires, ce régime du franc flottant dans certaines limites nous semble le plus adapté à l'état d'esprit des détenteurs de capitaux, et propre à leur donner le maximum de confiance dans la devise nationale. Il permettrait ainsi de réduire la pression exercée sur celle-ci par les mouvements internationaux de capitaux.

En tout état de cause, ceux-ci doivent être prévus à l'avenir afin d'éviter le resserrement du marché financier et les variations fréquentes et trop brusques du loyer de l'argent. A cet égard, il y aurait lieu d'appliquer, en tenant compte ici aussi des différences de pays à pays, l'exemple anglais, et d'inaugurer en France une politique d' « open market » dont l'utilité ne fait pas de doute. Ne pouvant développer ce point,

nous renvoyons à l'ouvrage de M. Robert LASSON, *La baisse du taux de l'intérêt en Grande-Bretagne*.

Nous avons ainsi examiné brièvement les mesures à prendre pour éviter, dans la mesure du possible, l'action sur le taux de l'intérêt des problèmes financiers et monétaires.

Il y a lieu d'examiner maintenant les facteurs que nous avons appelés positifs.

D. — AMÉNAGEMENT DU MARCHÉ DES CAPITAUX

Le marché de l'argent à court terme et la concurrence possible : Si en théorie, l'argent à court terme et celui à long terme sont distincts, nous avons déjà dit qu'en fait il peut parfaitement y avoir identité entre ces deux catégories de capitaux. L'argent n'a aucune raison d'être placé à long terme, si les placements à court terme lui offrent un rendement suffisant, car les prêteurs gardent ainsi leur capital disponible à brève échéance.

L'aménagement du marché de l'argent à court terme doit donc être fait de façon qu'il ne puisse nuire au placement des émissions de rentes et d'obligations.

On sait qu'en Angleterre où le marché monétaire est particulièrement développé et dirigé, les deux résultats suivants ont été atteints :

1° Le taux de l'argent à court terme est beaucoup plus bas que celui à long terme et très bas de façon générale :

	Taux des Treasury Bills (2) %	Rendement Fonds d'Etat (2) %
1932 (moyenne)	1,49	3,67
1933 —	0,59	3,45
1934 —	0,77	3,13
1935 —	0,52	3,02

2° Le marché est beaucoup plus vaste que celui Français, et peut absorber une très grande quantité d'effets, soit publics soit privés, en fait surtout publics.

On sait aussi les heureuses conséquences que cette situation a sur les finances et la Trésorerie anglaises. D'une part elle réduit le service des intérêts sur une fraction considérable de la dette, d'autre part elle permet à la Trésorerie de se procurer des sommes considérables sans aucun recours aux émissions publiques.

Il n'en va pas de même en France :

1° Le marché de l'argent à court terme est beaucoup plus étroit. Le montant des bons de la Défense Nationale oscille depuis plusieurs années entre 25 et 28 milliards ; si on y ajoute celui des Bons du Trésor, soit 10 à 15 milliards, on arrive à 40 milliards c'est-à-dire à peine la moitié de la dette anglaise à court terme (3).

2° Ces bons sont placés non pas uniquement auprès des banques comme en Angleterre, mais, comportant

(2) D'après R. Lasson, *op. cit.*

(3) L'excédent des remboursements sur les inscriptions des bons ordinaires du Trésor du 1^{er} janvier 1936 au 31 mars 1937 a été de 10.269 millions (d'après la situation résumée des opérations du Trésor). Il n'en restait plus en circulation que 4.900 millions au 13 avril 1937. (Déclaration de M. Vincent-Auriol le 28-4-1937.)

des coupures réduites, ils sont souscrits en grande partie par le public. Il s'en suit un manque d'équilibre dans le renouvellement de ces bons, les particuliers demandant le remboursement à la moindre alerte politique. Citons un passage du livre de M. GERMAIN-MARTIN « *Sommes-nous sur la bonne route* », au sujet de la crise financière de février-mars 1934 :

« Tout relâchement dans la gestion des finances
« publiques peut soudainement exposer à une crise
« redoutable la Trésorerie de l'Etat, qui au lieu de
« faire face avec ses ressources propres, celle de la
« Dette flottante, aux seules échéances budgétaires,
« se voit brusquement non seulement démunie de
« moyens, mais aux prises avec des décaissements
« considérablement accrus. »

3° Ces raisons entraînent l'élévation fréquente et considérable du taux des bons, surtout de celui des bons de la Défense Nationale. On sait que ceux-ci n'ont jamais valu moins de 2 1/2 %, et que depuis 1933 leur taux a varié de 3 à 4 1/2 %, en s'élevant fréquemment à ce dernier chiffre (4).

Notons qu'en outre il s'agit d'intérêts payables d'avance, ce qui porte celui réel à un taux encore supérieur à celui nominal.

Il est normal dans ces conditions que ces place-

(4) En mai 1937, le Trésor a procédé au lancement de Bons du Trésor à un an, analogues à ceux de la D. N., et portant intérêt à 4 %. Leur produit est destiné à la Caisse des Pensions créée par la Loi de Finances du 31 décembre 1936.

ments soient d'un attrait certain et fassent une concurrence regrettable aux emprunts à long terme.

La solution ne peut se trouver que dans le développement du marché monétaire. Il n'est pas douteux qu'il ne reste beaucoup à faire sur ce sujet. D'une part il est nécessaire de ramener le taux de l'argent à court terme à un niveau à la fois bas et stable en sorte que les Bons du Trésor et de la Défense Nationale ne fassent en aucun cas concurrence au marché financier et ne provoquent des déplacements de fonds.

D'autre part il faudrait élargir le marché monétaire et le rendre plus stable afin de permettre au Trésor d'y trouver une source permanente de ressources, en particulier la possibilité de s'alimenter sans recourir aux emprunts à long terme lorsque le moment serait défavorable (5).

Ceci suppose un changement dans les mœurs qui semble assez difficile à réaliser. Seules, en effet, l'augmentation considérable de l'emploi du chèque et des dépôts en banque, l'élimination progressive des paiements en billets partout où ils ne sont pas indispensables, permettront de parvenir à ce résultat. Il faudra arriver à faire disparaître entièrement la

(5) Confr. un article de Charles Rist dans la *Revue d'Economie Politique* de mai-juin 1935: « On a trop négligé en France la possibilité, par un abaissement du taux d'intérêt à court terme, d'améliorer les finances de l'Etat ».

Il est certain que cet abaissement aurait pour conséquence de diminuer le service de la dette flottante (en 1935, 870 millions pour un volume moyen de 27 milliards de B. D. N. et 330 millions pour 14 milliards de Bons du Trésor: au total 1.240 millions pour 40 milliards; une réduction de l'intérêt moyen à 1 ou 1,5 % entraînerait une économie de 6 à 800 millions).

mentalité encore trop répandue qui fait considérer comme un individu louche la personne qui fait par chèque la majorité de ses paiements.

Cette nouvelle tendance, ayant pour résultat l'augmentation considérable de l'argent déposé en banque aurait pour corollaire le emploi d'une partie de ces fonds en valeurs du Trésor.

Cette évolution ne pourra se faire qu'à la longue. Encore conviendrait-il de la hâter en favorisant l'emploi du chèque et du dépôt en banque, problèmes auxquels on ne semble s'attacher (6).

E. — CAISSES D'EPARGNE

Une réforme des Caisses d'Epargne paraît également devoir être envisagée, pour des raisons analogues.

Depuis 1931 date à laquelle le maximum des dépôts fut porté à 20.000 francs le montant total des dépôts a marqué un accroissement considérable :

31 décembre 1929	31.971	millions
31 décembre 1930	38.603	—
31 décembre 1931	50.896	—
31 décembre 1932	57.287	—
31 décembre 1933	58.656	—
31 décembre 1934	60.021	—
31 décembre 1935	62.064	—

Il semble bien que ces dépôts ne répondent plus aujourd'hui au but principal des Caisses d'Epargne,

(6) Remarquons au passage qu'alors que dans la plupart des pays les chèques sont dispensés de tout droit de timbre, celui-ci a quadruplé en France depuis 1933, passant de 20 à 75 centimes.

c'est-à-dire développer le goût de l'épargne parmi les classes pauvres.

Avec le maximum de 20.000 francs les caisses sont devenues les banques des classes moyennes qui trouvent avantageux de recevoir un intérêt substantiel en gardant leurs fonds à vue.

Cette situation est anormale car elle maintient exigibles des capitaux très considérables qui autrement, s'investiraient sans doute en partie dans des placements à long terme ou seraient confiés aux banques en comptes-courants. Le fait que les fonds des Caisses sont replacés en grande partie en Fonds d'Etat n'améliore pas cette situation, car ces réinvestissements à long terme d'un capital prêté à vue deviennent d'autant plus dangereux que les capitaux sont plus importants. Ce danger est encore accru du fait que la clientèle amenée aux Caisses par l'élévation du maximum est moins stable que celle ordinaire et a facilement tendance à opérer des retraits de fonds à la moindre inquiétude politique ou financière.

Il semble qu'un abaissement du maximum des dépôts serait souhaitable, même après les récentes dévaluations (7). Il aurait été à craindre que cette mesure prise pendant la crise n'augmente la thésaurisation. Mais à l'heure actuelle où celle-ci décroît très nettement, les capitaux ainsi forcés de chercher un autre emploi, se répartiraient, pensons-nous, entre les

(7) Avant la guerre, le maximum par livret était fixé à 1.500 fr. En tenant compte de la dépréciation de la monnaie, le chiffre actuel équivaut à près du double.

placements à long terme et les comptes-courants bancaires et influeraient sur le taux d'intérêt à court et à long terme. Mais il ne faut pas se dissimuler que pratiquement, la question n'est peut-être pas aisée à résoudre. La diminution du maximum, en obligeant les détenteurs de livrets à retirer l'excédent, soumettrait les Caisses à d'énormes retraits de fonds, auquel elles ne pourraient faire face que par des réalisations massives de rentes. On arriverait ainsi à l'opposé du résultat désiré.

Au cours d'une période de crédit public favorable, il serait peut-être possible de combiner la réduction avec une conversion en fonds d'Etat analogue à celle qui est faite actuellement quand un livret dépasse le maximum. On aboutirait ainsi à la transformation des capitaux en placements à long terme. Une autre solution moins radicale consisterait à limiter à l'avenir le maximum afin d'éviter que des fonds indésirables ne continuent à être drainés par les Caisses.

Il y a là diverses modalités qui ne peuvent relever que de la pratique (8). Mais la question semble mériter

(8) La seule opération de ce genre remonte à 1895. En vertu de la loi du 20 juillet 1895, le maximum de 2.000 francs par livret fut ramené à 1.500 francs. L'opération devait être effectuée soit par retrait volontaire, soit par achat d'office de rentes ; en fait, elle donna lieu surtout à des remboursements massifs, atteignant en chiffres ronds 153 millions pour les seules Caisses ordinaires, alors que les achats de rentes ne dépassaient pas 5 millions (extrait du Rapport sur l'activité des Caisses d'Epargne en 1895, *Journal Officiel*, 1897, Annexes, page 1614).

Ce précédent n'est pas très encourageant, et montre qu'il est plus facile, en raison de l'intérêt servi, de faire affluer l'argent vers les Caisses d'Epargne, que d'amener ensuite la diminution des dépôts.

d'être étudiée, car les Caisses d'Epargne, instruments utiles pour les classes peu aisées, deviennent un contre-sens quand elles servent de banque aux classes moyennes et accumulent des capitaux dont l'emploi est ailleurs.

F. — LA TECHNIQUE DU CRÉDIT PUBLIC

Sous ce titre général il faut distinguer plusieurs questions différentes :

a) En premier lieu le climat politique et financier. Les mœurs parlementaires admettent qu'à intervalles très courts l'ensemble de la question financière soit traité publiquement, et que de grands débats soient institués à ce sujet (9). Cette façon de procéder n'est compréhensible que si dans l'esprit des hommes publics, les problèmes financiers sont soumis aux mêmes fluctuations que ceux politiques.

Cette assimilation est inconcevable pour deux raisons :

En premier lieu les problèmes budgétaires et de Trésorerie sont techniques au premier chef. En cette matière le Gouvernement quelle que soit sa nuance ne peut guère appliquer que des méthodes identiques et son œuvre ne doit pas être troublée par ces discussions. En second lieu, ce ne sont pas là des problèmes

(9) En prenant simplement les premiers mois de 1937, on trouve : 1^{er} janvier 1937, fin de la discussion et vote du budget ; 4 février : exposé du Ministre des Finances devant les commissions de la Chambre et du Sénat et discussion ; 8 mars : idem ; 29 avril : idem ; 26 mai : débats parlementaires sur la situation financière.

dont l'aspect change en quelques semaines. Il est donc inutile de les discuter constamment. Qu'à chaque instant, la situation de la Trésorerie par exemple, soit l'objet de débats, que les intentions et les plans des pouvoirs responsables soient divulgués et discutés, procède d'une étrange décadence. Ici encore l'Angleterre devrait servir de modèle. La publication hebdomadaire des recettes et dépenses, et de la situation de la Trésorerie donne à chaque anglais tous les renseignements qu'il est en droit de désirer et enlève tout prétexte à des discussions politiques et parlementaires inutiles (10).

b) Une autre question difficile à traiter parce qu'elle est mal connue. Les grands organismes privés, assurances, banques, accordent-ils à l'Etat tout le concours qui lui est nécessaire ? S'il ne s'agit pas pour eux de financer obligatoirement les emprunts d'Etat, leurs moyens leur permettent le soutien des fonds publics, et leur rôle dans l'économie nationale les y oblige moralement.

Il est probable que sans disposer des ressources des banques anglaises, les instituts de crédit français ont des moyens d'action puissants qui n'ont pas été mis en service jusqu'à maintenant pour réaliser un abaissement du taux d'intérêt.

La politique de ces établissements, très tradition-

(10) Le ministère des Finances est entré depuis peu dans cette voie en publiant au *Journal Officiel* un résumé mensuel des opérations du Trésor.

nelle, pourrait être modifiée sans renoncer au principe de liquidité et leur permettrait de faire plus pour l'Etat que de lui prêter leurs guichets pour ses émissions.

c) *Modalités des emprunts.* Nous avons indiqué précédemment les caractéristiques des emprunts publics de ces dernières années. Nous avons vu que deux genres d'emprunts ont été adoptés à peu près exclusivement. Soit celui à long terme, avec forte prime de remboursement (4 1/2 % 1933 ; 4 % 1934 ; 5 % 1935) soit celui à moyen terme et à taux assez élevé. Ils sont tous deux fort mauvais pour le crédit public.

Une condition essentielle d'un abaissement durable du taux d'intérêt est que l'Etat ne subisse plus à l'avenir la loi des prêteurs, comme il y a été obligé depuis 1932. Pour cela il est nécessaire qu'il puisse toujours se ménager un volant de trésorerie suffisant et l'aménagement du marché de l'argent à court terme, dont nous avons parlé plus haut, paraît essentiel à cet égard. Il est certain que tous les emprunts de ces dernières années reflètent la nécessité impérieuse sous laquelle ils ont été émis, de trouver au plus vite les fonds nécessaires au Trésor. Cette obligation a souvent amené les services chargés de préparer les modalités de l'emprunt, à sous-estimer le crédit public, en fixant les conditions d'émission à un taux supérieur à celui traduit par le cours des emprunts similaires. Le cas des obligations du Trésor 4 1/2 % 1933 est particuliè-

rement frappant. Emises à 985 le 10 mars 1933 et remboursables à 1.500 en 60 ans, elles se comparent comme suite avec celles, très semblables, de l'emprunt 5 % 1920 :

	Oblig. 4 1/2 %	Oblig. 5 % 1920 d'après les cours du 8-3-1933
Rendement, compte non tenu de la prime de remboursement	4,57	4,23
Rendement, compte tenu de la prime de remboursement	5,16	4,80
Cours du 5 % 1920 le 8 mars 1933		118,30
Cours du 5 % 1920 le 12 mars 1933		112,

A l'opposé, on peut se demander si les modalités des emprunts de l'Etat tiennent toujours suffisamment compte des goûts du public, en particulier des différentes sortes de public auxquelles ils s'adressent. Les bons à court terme émis en juillet 1936 en sont à notre avis un exemple. Cette émission était destinée à la souscription des masses populaires (11). Or les avantages offerts par ces bons et soulignés lors du lancement, si réels fussent-ils, n'en étaient guère pour les souscripteurs auxquels ils s'adressaient. Il est assez indifférent pour un petit capitaliste qui achète 2 ou 3.000 francs de bons de recevoir 3 ou 4 % d'intérêt : la différence en fin d'année se traduit pour lui par quelques dizaines de francs. Et de toute façon le taux ne joue pas un grand rôle dans sa décision puisqu'il a à sa disposition la Caisse d'Epargne qui lui offre

(11) Le nombre de souscriptions aux bons du Trésor 1936 n'a pas été communiqué. Par contre, on connaît celui de l'emprunt 4 1/2 % 1937 : un peu moins de 2 millions, soit en moyenne 4.000 francs par souscription. Ces chiffres semblent prouver que les grands emprunts publics sont souscrits par une très grande masse de petits et moyens capitalistes.

3 %. Il est de même inconcevable que ce porteur profite de la faculté qui lui est donnée d'escompter ses bons à la Banque de France. Cette opération est pour lui incompréhensible et sans intérêt pratique, et ne touche que les banques et les gros capitalistes.

Par contre pour le public en question, d'autres avantages auraient été attrayants, en particulier des lots. Il est indifférent pour le porteur d'un bon de 1.000 francs de recevoir 20 francs au lieu de 40 francs au bout d'une année ; mais la possibilité de gagner un lot de 100.000 francs ou d'un million le touchera vivement. Le succès de la Loterie Nationale est assez instructif pour qu'on utilise cette leçon, et de même celui de tous les emprunts à lots émis en France (12).

Nous ne nous arrêterons pas aux inconvénients moraux que cette suggestion peut présenter. La Loterie pure et simple actuellement en honneur est à ce point de vue infiniment plus immorale.

G. — LE RÉGIME FISCAL

Il n'est pas possible d'entrer ici dans le détail de cette question. Il faut souligner qu'à leur niveau actuel les impôts rendent extrêmement difficiles aux entreprises privées d'emprunter de l'argent à un taux raisonnable. Si on calcule la répercussion : a) de

(12) Nous croyons que la théorie selon laquelle les emprunts à lots ne rencontrent pas de succès dès qu'ils dépassent un montant limité peut être écartée. Rappelons qu'en 15 mois (fin 1930 et 1931), le Crédit Foncier et la Ville de Paris ont lancé avec le plus grand succès des emprunts à lots pour des montants respectifs de 5 milliards 1/2 et de 4 milliards 1/2.

l'impôt sur les coupons ; b) de la taxe de transmission ; c) du timbre, et que l'on tienne compte d'autre part de la différence que le prêteur exige normalement entre l'intérêt de l'emprunt public et celui de l'emprunt privé on constate que l'emprunteur devra payer un taux de 1 1/2 à 2 % supérieur au rendement des fonds publics. Ainsi quand l'Etat emprunte à 4 %, l'industrie et le commerce paieront au moins 5 1/2 à 6 %. Il ne s'agit pas là certes d'argent à bon marché. Et pour peu que le crédit public se détériore, le recours à l'emprunt par les particuliers devient impossible.

Cet état de choses aurait pour conséquence à la longue soit de forcer l'Etat à financer lui-même les entreprises privées, soit d'obliger les sociétés à lancer des emprunts sur les grands marchés étrangers. Solutions qui en tous cas ne semblent pas souhaitables.

H. — LES CAPITAUX ÉTRANGERS

Si la France a été longtemps le « banquier du monde », et est destinée sans doute à redevenir un des grands pays exportateurs de capitaux, il n'est pas de raisons pour que ce courant soit à sens unique. Normalement, la France, ni pour son crédit public, ni pour celui privé, n'a besoin de recourir à des émissions à l'étranger. Mais cela n'exclut pas que de nombreux capitaux étrangers puissent avoir avantage à venir se placer directement sur les marchés nationaux.

Les valeurs françaises devraient normalement

trouver une place permanente dans les portefeuilles étrangers, en tant que titres d'un grand pays offrant un maximum de sécurité et d'intérêt.

Il y aurait là origine à l'importation de montants considérables de capitaux, qui, s'investissant en France de façon permanente, contribuerait à la baisse du taux d'intérêt. Ce qui se produit en Angleterre, aux Etats-Unis, aux Pays-Bas, en Suisse, et constitue un apport essentiel à l'activité des marchés financiers de ces pays devrait aussi avoir lieu en France.

Il ne faut pas sous-estimer l'importance que pourrait avoir cet apport. Si l'on se reporte, par exemple, à l'Angleterre, une masse très considérable de fonds d'état britanniques, outre les autres catégories de valeurs, est possédée par des étrangers. Lors de la conversion du War Loan, on a évalué à 200 millions de livres sterling les titres de cet emprunt détenus par des étrangers, soit 1/10 du montant total (13). Et cet emprunt ne représentait que le tiers des fonds publics britanniques.

A l'heure actuelle et depuis de nombreuses années les valeurs françaises ne tiennent plus une grande place dans les portefeuilles étrangers. Les raisons de politique internationale n'en sont pas la cause prépondérante. On évaluait à 7 milliards en 1913 (14) le montant des titres français détenus par des étrangers,

(13) D'après R. Lasson, *op. cit.*, page 90.

(14) Chiffre indiqué par Neymarck, « Les Finances contemporaines », tome VI, et cité par Malpas dans « Les Mouvements Internationaux de capitaux », page 182.

et l'horizon politique à cette époque était pourtant aussi troublé que celui actuel. Or il est certain, bien que les évaluations manquent, que l'on est très loin de ce chiffre aujourd'hui, compte tenu des dépréciations monétaires.

D'autres raisons s'opposent à ces placements :

En premier lieu, depuis la fin de la guerre, la France n'a jamais joui d'une longue période de stabilité monétaire, financière et politique qui aurait incité les capitaux étrangers à s'investir en France de façon durable et non pas, comme cela fut le cas, à s'y consacrer à des opérations spéculatives.

D'autre part, en ce qui concerne les impôts qui grèvent le revenu des titres, leur poids n'est pas par lui-même une explication, puisque, d'une part, les rentes n'en sont pas frappées, d'autre part, le rendement des obligations privées se conforme à celui des fonds publics. Mais les variations fréquentes du taux des taxes, les différences selon que les valeurs sont nominatives ou au porteur, désorientent les capitalistes étrangers et agissent dans un sens très défavorable. Rappelons que de 1929 à 1937, compte tenu des modifications des trois impôts qui frappent les titres, le prélèvement fiscal global a varié 12 fois.

Les droits de succession sont un autre empêchement au placement en France de ces capitaux étrangers. Pour autant que les valeurs françaises restent placées en France, et à défaut de conventions internationales réglant les doubles impositions, elles sont appelées à supporter les droits français de

mutation au décès de leur propriétaire. Comme d'autre part, elles ne sont rapidement négociables que si elles demeurent en France, il y a là un grave inconvénient pour les capitalistes étrangers.

Ce qui vient d'être dit vaut à plus forte raison pour les étrangers habitant la France. Pour ceux-ci en effet, toute la portion de leur fortune, placée en France, se trouve à leur mort soumise aux droits de mutation ; et en outre la portion de leur fortune placée à l'étranger ne peut être touchée par leurs ayants-droit qu'après avoir obtenu l'envoi en possession spécial prévu par la loi du 13 juillet 1925 ; l'ensemble de ces formalités et le poids souvent écrasant des droits de succession, surtout depuis la réforme fiscale du 31 décembre 1936, constituent un handicap excessif.

A cet égard, on peut se demander si l'exemple de certains pays (15) qui exonèrent partiellement ou complètement des droits de succession les fortunes des étrangers établis sur leur territoire ne mérite pas d'être suivi. Cette idée est certainement contraire au principe de l'égalité devant l'impôt, cher au système

(15) Le 6 mars 1937, le Grand Conseil du canton de Genève a voté une loi exonérant de toutes taxes successorales les étrangers résidant dans le canton et n'y exerçant aucune profession. Une loi analogue, mais n'exonérant les étrangers que jusqu'à concurrence de la moitié des droits normaux, a été adoptée peu après dans le canton de Vaud.

Cette distinction entre étrangers, selon qu'ils exercent ou ont exercé une activité lucrative dans le pays où ils sont installés, ou au contraire qu'ils y dépensent les revenus acquis ailleurs, paraît rationnelle.

En Italie, un décret-loi du 19 octobre 1937 exonère de toute taxe successorale les capitaux étrangers placés jusqu'au 31 décembre 1939, pour une durée de vingt ans à dater du placement.

fiscal français. Mais jusqu'à quel point ne doit-on pas faire subir une entorse à ce principe, si en fin de compte on parvient à un avantage pour les nationaux eux-mêmes ?

Quoiqu'il en soit les capitaux étrangers, par leur apport sur les marchés français pourraient jouer un rôle important, sinon essentiel, pour la baisse du loyer de l'argent.

CHAPITRE III

LES EXPÉRIENCES ÉTRANGÈRES

Le problème de la réduction du loyer de l'argent s'est posé, non seulement en France, mais à peu près partout.

Cette réduction a été considérée à juste titre comme un des moyens essentiels de favoriser la reprise économique.

Nous ne pouvons ici étudier en détail l'œuvre accomplie à cet égard à l'étranger. Nous avons dû nous borner à choisir quelques exemples parmi d'autres, exemples dont l'examen nous a paru particulièrement intéressant par rapport à la situation française, et qui sont empruntés à la Belgique, à l'Angleterre et à la Suisse.

A. — BELGIQUE

Le taux d'intérêt en Belgique avait suivi depuis le début de la crise économique une évolution assez semblable à celle française.

La baisse qui avait suivi la stabilisation de 1927 fût compromise par la crise financière et économique, et le taux subit une hausse considérable qui devait atteindre son point culminant peu avant la dévaluation de mars 1935.

La dévaluation devait être l'origine d'un redres-

sement complet de la tendance dû à plusieurs causes qui y ont également concouru.

a) dévaluation monétaire et renversement du courant des capitaux ;

b) conversion des rentes ;

c) équilibre financier.

a) *Dévaluation monétaire* : la dévaluation a eu pour le loyer de l'argent une conséquence essentielle : elle a renversé le sens du courant des capitaux. La monnaie belge désormais ramenée à une nouvelle parité, non seulement ne présentait plus de risques de dépréciation, mais elle devenait une devise refuge par rapport aux monnaies des autres pays du bloc or. Les capitaux exportés rentrèrent en quantité considérable.

Bilan de la Banque Nationale

	Encaisse-or	C/C particuliers
Mars 1935	12.005 millions	926 millions
Janvier 1936	17.053 —	4.325 —
Juillet 1936	18.713 —	5.133 —

D'autre part, la dévaluation rendait tout leur attrait aux valeurs à revenu fixe dont le cours extrêmement bas n'avait plus à comporter désormais de prime contre le risque monétaire.

b) *La conversion des rentes* : la conversion des rentes réalisée par le Gouvernement Van Zeeland est le trait le plus original de la politique financière belge depuis 1935.

Dans l'histoire des conversions, elle restera comme

une opération hardie, risquée et assez arbitraire, mais qu'en fin de compte le succès a justifiée, et qui a réussi parce que, bien que faite avant que les conditions nécessaires à sa réalisation fussent remplies, celles-ci ont été poursuivies et atteintes avec continuité.

A l'époque de la dévaluation, la conversion semblait impossible. En effet, d'une part le cours des rentes ne permettait pas de proposer un taux avantageux comportant une sérieuse économie pour l'Etat ; d'autre part, la plupart des fonds publics n'étaient pas légalement convertibles. Enfin, malgré le changement d'atmosphère créé par la dévaluation, le rétablissement économique et budgétaire du pays n'existait qu'en projet et la confiance était limitée.

Le Gouvernement décida pourtant de tenter une conversion qui, faite dans ces conditions, ne pouvait avoir qu'un caractère forcé.

Tous les emprunts d'un intérêt supérieur à 4 % étaient convertis automatiquement en rente 4 %.

Cette Rente bénéficiait de l'exemption d'impôts, d'amortissement en 41 ans par rachats en Bourse, enfin d'une soulte de 5 % par rapport au capital ancien.

C'était là des avantages sérieux. Mais ce furent surtout les désavantages attachés aux rentes non converties qui firent réussir l'opération, et qui lui donnent aussi son caractère arbitraire.

Sauf avis contraire, la conversion était faite dans un délai de 4 jours 1/2. Les titres non convertis n'étaient pas remboursés mais laissés aux mains de leur propriétaire. Mais ils étaient en outre rayés de la

cotation des bourses, et refusés pour toutes garanties de cautionnements ou d'avances.

Cette dernière mesure particulièrement arbitraire, aurait eu pour effet de réduire la négociabilité de ces titres à ces transactions entre particuliers, ou entre banques, sans cours officiel et vérifiable : il s'en serait certainement suivi une dépréciation importante. Cette considération jointe au court délai accordé pour refuser, et à la prime de 5 % offerte, furent les éléments principaux de la réussite, qui fut complète.

Sur 25 milliards de fonds convertis, 86 millions seulement, soit 0.35 %, firent l'objet de demandes de non-conversion.

La conversion avait pour résultat une économie de 574 millions sur le service de la dette, soit 20 % environ de ce service et 6 % de l'ensemble du budget.

Quels avaient été les buts de l'opération ? Réduire le budget ; abaisser le taux de l'intérêt. Pour que cette baisse fut durable il fallait que la politique inaugurée d'équilibre budgétaire, d'assainissement monétaire et de reprise économique, dont la conversion avait été le début au lieu d'être la fin, fût menée à bon terme (1).

c) *L'équilibre budgétaire et la reprise économique* : Le cours de la rente unifiée 4 % a marqué les variations suivantes. Nous indiquons aussi à titre de comparaison les variations de cours du 3 % :

(1) Les conversions des emprunts coloniaux, communaux et extérieurs ont suivi, pour un total de plus de 16 milliards de francs. L'économie totale résultant pour les collectivités publiques des conversions est de 852 millions par an.

Cours de la Rente 3 %

1932 (moyenne)	1935 (fév.)	1935 (mars)	1936 (fév.)	1937 (févr.)	1937 (sept.)
67	73,1	60,50	80	91,55	91,75

Cours 5 % Rest.

Cours Rente Unifiée 4 %

Nat. le	15-3-35	16-5-35 (introd.)	4-10-35 (minimum)	1-5-36	2-10-36	2-10-37
88		97	91,60	97	100	102,90

Introduites à 97 %, les rentes subirent une baisse de plus de 5 points et atteignirent un minimum de 91,60 le 4 novembre 1935. Depuis elles ont remonté régulièrement dépassant le pair en octobre 1936.

Les faits ont montré, en conséquence, que la conversion n'avait fait que devancer l'évolution du loyer de l'argent. Pendant une première période, la baisse qui se produisit sur le cours des fonds publics traduisit le véritable niveau du crédit public, supérieur à celui précédant la dévaluation mais inférieur au taux de conversion et traduisant à la fois le début de la reprise et son incertitude. Au cours de l'année 1936 et des premiers mois de 1937, la hausse a été ininterrompue. Au 1^{er} octobre 1937, au cours de 102,90 le 4 % est d'un rendement net de 3,88 %.

L'équilibre budgétaire, base du crédit public, a été réalisé progressivement au cours des deux dernières années.

Mais il subsiste, à côté du budget ordinaire un budget extraordinaire, qui fut couvert au début par la réévaluation de l'encaisse or de la Banque Nationale. Au cours de l'année 1936 (23 août), un premier emprunt de 1 milliard 4 % fut émis par vente en

Bourse. Destiné à alimenter ce budget extraordinaire, cet emprunt fut placé sans la moindre difficulté, et prouva qu'il était possible de rétablir complètement le crédit public sans réaliser de façon absolue l'identité entre dépenses et recettes de l'Etat.

En résumé l'expérience belge est fort intéressante par ses caractéristiques. Ayant pour point de départ un assainissement monétaire complet, elle se poursuit par un abaissement forcé du taux d'intérêt que pendant plusieurs mois, le marché des capitaux ne ratifie point, et le loyer de l'argent tend à remonter. Mais l'expérience, continuée par le rétablissement des finances, le renforcement de la monnaie, favorisée par la reprise économique, permet une nouvelle baisse du taux, naturelle celle-ci, et un afflux de capitaux. A ce moment, la capacité d'emprunt de l'Etat est rétablie. Celui-ci peut recommencer à demander à l'épargne des montants importants et les obtenir en maintenant le taux à un niveau très bas.

Le 1^{er} mars 1937, a été émis un emprunt de 1.500 millions, 3 1/2 % à 97. L'émission a été close le même jour. Ce succès consacre le rétablissement des finances belges. L'objet de cet emprunt, tel qu'il ressort des déclarations de M. DE MAN, ministre des Finances, mérite de retenir l'attention. Il n'a pas en effet d'utilisation immédiate, les besoins de la Trésorerie étant assurés. Mais il constitue une réserve, un volant, qui permettra de ne pas faire appel à l'emprunt si les circonstances deviennent moins favorables ultérieurement. Il y a là une curieuse extension au domaine

des finances publiques de méthodes employées jusqu'ici par des entreprises particulières.

B. — ANGLETERRE

La baisse du taux d'intérêt en Angleterre depuis 1931, baisse dont la réalisation et les conséquences ont été remarquables, a fait l'objet de plusieurs études complètes. Il serait inutile de refaire ici ce travail : nous mettrons seulement rapidement en lumière quelques-uns des facteurs de ce phénomène.

L'équilibre budgétaire a été la base essentielle de la baisse du loyer de l'argent. Cette baisse a suivi la restauration intégrale du crédit public : elle a permis à son tour une diminution considérable du service de la dette, ainsi que le montrent ces quelques chiffres :

Exercice	Service total	Intérêts	Amortissements
(en millions de livres)			
1930-1931	360	293	66,5
1931-1932	322	289	32,5
1932-1933	279	262	17,
1933-1934	253	216	37,
1934-1935	232	211,7	20,8
1935-1936	224	211,5	12,5

Ainsi la charge totale de la dette a diminué en quatre ans de 135 millions de livres sterling ; le service des intérêts à lui seul de 80 millions de livres (2).

La suspension de l'amortissement, à un moment où

(2) Sur la conversion de la majorité des fonds publics britanniques pour un total dépassant 3 milliards de livres sterling. Après la conversion du War Loan, les titres à moyen et long terme sont généralement du type 2 1/2 % et quelquefois 3 %.

l'essentiel était d'alléger le budget a permis une économie égale à 8 % du budget, qui jointe à celle de 12 % résultant de la diminution des intérêts payés, a entraîné une réduction de 1/5 de la masse budgétaire totale.

Une autre caractéristique de la position financière anglaise fut le développement de la dette flottante. Les « Treasury Bills » qui constituent en moyenne le 95 % de cette dette flottante ont été pour la Trésorerie un des moyens les plus sûrs de se procurer toutes les ressources nécessaires à un taux très avantageux.

L'organisation parfaite du marché monétaire anglais s'accompagna en effet après la crise de 1931 d'une très grande abondance de capitaux. Ceux-ci, attirés par la sécurité financière du pays, ne trouvant pas de placement sur le marché à long terme où les émissions avaient été suspendues, s'investirent en « Treasury bills ».

Le montant de ces bons du Trésor a augmenté en 1932 de 350 millions de livres, passant de 600 à 940 millions, et il s'est maintenu depuis aux environs de 900 millions.

En même temps, leur taux décroissait, passant de 1,486 (moyenne 1932) à 0,6 % (moyenne 1933), pour tomber au plus bas à 0,272 % (janvier 1935) et se maintenir depuis aux environs de 1/2 %.

Ces « Treasury bills » ont eu une importance considérable sur l'évolution favorable du taux d'intérêt à long terme.

1° Tout d'abord, ils ont permis au Trésor de se procurer l'argent nécessaire, en particulier au fonds d'égalisation des changes, sans avoir recours à l'emprunt à long terme et même de se ménager une trésorerie très abondante, par exemple lors de la conversion du War Loan.

2° Leur taux extrêmement bas, non seulement ne fait pas concurrence aux investissements à long terme, mais il contribue à orienter une partie des capitaux vers ceux-ci, et en favorise la baisse de l'intérêt.

3° Mais d'autre part, malgré leur montant considérable, ils ne présentent pour le Trésor aucun danger de remboursement massif, car leur placement ne s'effectue pas auprès du grand public, mais dans les banques.

Un autre élément de baisse du taux d'intérêt a été dû à la politique des instituts de crédit en matière d'achat de fonds publics. Au cours d'une période où la crise rendait rares les transactions commerciales, et par suite les demandes d'avances, les banques ont été forcées de se préoccuper de placer les fonds très considérables qui leur étaient confiés (le montant des dépôts dans les « Big Six » au début de 1936 dépassait 2 milliards de livres). Une partie de ces disponibilités a été placée en Fonds d'Etat le montant de ceux-ci détenu par elles, passant de 258 millions en septembre 1929 à 563 millions en 1933 et 615 millions à fin 1935 : 350 millions de plus.

Comme d'autre part le montant des « Trésury

bills » s'élevait entre les mêmes dates de 98 à 250 millions de livres, en tout près de 900 millions de livres de fonds publics était détenu par les grandes banques anglaises seulement. Il est inutile de souligner l'importance essentielle de cet appui.

Toute la politique financière depuis 1932 a eu pour objet essentiel l'abaissement du loyer de l'argent en vue de rétablir les finances publiques et de favoriser le développement de l'activité économique.

Nous n'avons pas à en étudier ici les conséquences sur l'économie anglaise. Mais les causes même de cette baisse doivent être recherchées essentiellement : en premier lieu dans l'équilibre budgétaire, et dans la stabilité monétaire. Par stabilité monétaire il ne faut pas entendre une stabilité absolue par rapport à l'or, mais le maintien des fluctuations de la livre sterling dans certaines limites. Quelles qu'aient été les variations de la devise anglaise depuis la dévaluation de 1931, les pouvoirs responsables ont toujours su inspirer au public l'impression qu'ils étaient maîtres de diriger à leur guise et conformément à l'intérêt de l'économie anglaise les variations de la livre sterling.

Les autres facteurs fort importants également qui ont contribué à la baisse du loyer de l'argent furent : le financement de la Trésorerie par les « Treasury bills » ; la politique de conversion continue de tous les fonds publics susceptibles d'être remboursés ; le soutien par les banques des valeurs d'Etat.

Cette admirable réussite montre ce que peut une politique réaliste intelligemment conçue, mais surtout

inflexiblement poursuivie et réalisée pendant plusieurs années, qui a su profiter de tous les facteurs favorables, et soumettre psychologiquement et techniquement, tous les organismes publics et privés pour la réalisation de ses buts. Rien ne montre mieux peut-être que le bon sens, la cohérence et la persévérance sont nécessaires avant tout dans le domaine des finances publiques.

C. — SUISSE

L'étude des variations du taux d'intérêt en Suisse est instructive sur plus d'un rapport. La situation financière de ce pays a été assez semblable, toutes proportions gardées, à celle française ; celle de la monnaie peut y être étroitement comparée.

La Suisse a été, avec la France et la Hollande, le dernier tenant du bloc-or. Et la dévaluation de septembre 1936, faite dans des conditions identiques dans les deux pays, permet des comparaisons intéressantes.

Le marché des capitaux de la Confédération depuis 1933 a subi une évolution qui trahit des causes assez semblables, bien que moins prononcées, à celles qui ont agi en France à la même époque. Deux facteurs ont eu une influence essentielle : le problème budgétaire et économique et la question monétaire.

Le problème budgétaire s'est présenté sous la forme d'un déficit croissant que des mesures successives prises pour réaliser des économies et pour aug-

menter les recettes, n'arrivent pas à combler. A ce déficit, s'ajoute celui des chemins de fer fédéraux et également celui des cantons. Certains de ceux-ci sont en difficultés (Neuchâtel, Genève). A mesure que les années passent sans que la crise financière et économique diminue, l'opinion se renforce que les finances publiques ne pourront être assainies qu'en partant d'une dévaluation monétaire. La monnaie elle-même, affaiblie par cet état d'esprit, semble d'autre part surévaluée par rapport à celle des autres pays. Enfin, son sort paraît étroitement dépendant de celui du franc français.

L'influence de ces facteurs sur le taux ressort du tableau suivant :

	Fin					
	Fin 1932	Fin 33	Fin 34	Fin 1935	Fin 1936	sept. 37
Empr. Fédéral 4 % 1930	103	100,25	99	90	103,50	106
C. F. F. 3 $\frac{1}{2}$ % 1899-1902	99	96,50	91,30	86,50	100	103,30
Genève 4 % 1931	102	93,60	84	69	96,80	102,50
4 % Cr. Fonc. Suisse 1910	101	98	95	81	102	

Ainsi, après s'être maintenu à un niveau très bas jusqu'en 1934 environ, le taux d'intérêt est remonté progressivement. En septembre 1936, le rendement des obligations fédérales atteint plus de 5 %. Les émissions se placent difficilement et le crédit de quelques cantons est si sérieusement atteint que tout emprunt public leur devient impossible.

C'est à ce moment qu'intervient la dévaluation. Le Conseil Fédéral décida le 28 septembre 1936 de dévaluer le franc dans des limites variant entre 25 et 34 %, à l'instar du franc français, de créer un fonds d'égali-

sation des changes et de maintenir la liberté de l'exportation et de l'importation de l'or.

Il s'est produit presque aussitôt un renversement complet des mouvements internationaux de capitaux. Alors que l'exportation avait été considérable auparavant, les capitaux rentrent rapidement dans le pays. L'encaisse-or augmente en trois mois de 1.200 millions de francs suisses, les dépôts dans les grandes banques de 600 millions de francs.

Le taux d'intérêt libéré de l'hypothèque monétaire, a réalisé une baisse rapide et considérable (v. tableau précédent).

SUISSE: Evolution financière de la Confédération, des cantons, et des chemins de fer fédéraux (C. F. F.) de 1931 à 1936

A. — Déficits budgétaires (millions de francs suisses)

Année	Confédération	C. F. F.	Cantons	Total
1931	+ 2	10	18	26
1932	24	49	39	112
1933	72	49	53	174
1934	26	43	46	115
1935	18	59	41	118
1936	77	68		

B. — Dette publique (millions de francs suisses)

Fin d'année	Confédération	C. F. F.	Total confédér. et C. F. F.	Cantons
1931	1963	2952	4915	
1932	1932	3054	4986	
1933	1972	3121	5093	
1934	2027	3232	5259	1888
1935	2064	3329	5393	1954
1936	2964	3398	5962	

C. — Impôts en 1935 (francs suisses)

		Charge fiscale par habitant	Dette publique par habitant
Confédération et cantons	1.129 millions	280 fr.	1.830 fr.

Le problème budgétaire reste pourtant entier, ainsi que le montre le tableau ci-contre. On sait que le déficit n'atteint pas les proportions considérables de celui français, mais il est tout de même très important. Toutefois, l'amélioration marquée de certains éléments de l'économie, en particulier de l'hôtellerie et des industries d'exportation, la reprise générale quoique lente des affaires, doivent contribuer à l'augmentation des recettes fiscales. Le Conseil Fédéral a été par ailleurs invité par les Chambres à soumettre dans le plus bref délai un plan complet tendant à équilibrer les budgets de la Confédération et des C. F. F.

Le cas de la Suisse est intéressant parce qu'il montre de quelle importance était au cours de ces dernières années, la crainte monétaire dans la hausse du loyer de l'argent. La dévaluation une fois faite, la devise helvétique s'est trouvée établie sur des bases absolument saines ; la confiance est revenue d'un seul coup, entraînant des rentrées considérables de capitaux. Ceux-ci et ceux inemployés précédemment se sont immédiatement portés sur le marché financier. En quelques semaines, la situation est redevenue entièrement normale, l'intérêt est tombé de 5 à moins de $3 \frac{1}{2} \%$, niveau comparable à celui de l'Angleterre et des Etats Scandinaves seulement. Cependant le problème budgétaire n'est pas résolu. Mais une politique d'assainissement complet de la devise nationale, la liberté de mouvement des capitaux et la simple expression de la volonté de rétablir les finances publiques ont suffi pour obtenir ce résultat remarquable qui ne

devrait pas pouvoir être compromis désormais, pour autant que la restauration financière sera continuée et achevée.

D. — LA LEÇON DES EXPÉRIENCES ÉTRANGÈRES

Ainsi brièvement exposés, ces exemples nous paraissent instructifs en ce qui concerne le cas de la France.

Remarquons tout d'abord que les facteurs que nous avons appelés négatifs ont eu une part plus importante que ceux positifs. Rétablissement financier en Angleterre et en Belgique, assainissement monétaire en Belgique et en Suisse, telles sont les bases qui ont permis l'abaissement du taux de l'intérêt. Les autres mesures qui ont concouru à ce but ont joué un rôle moins sensible.

Une autre observation : les pays étudiés, l'Angleterre et la Belgique tout au moins, ont profité de la situation monétaire instable des autres pays. Ce facteur qui aurait joué en faveur de la France en 1932, ainsi que nous l'avons fait remarquer, leur a permis de bénéficier d'un afflux important de capitaux.

Enfin, le retour à l'équilibre budgétaire a également eu lieu à un moment plus favorable que celui actuel, alors que la nécessité d'armer à outrance ne se faisait pas sentir. La France, qui n'avait jamais pu réduire sensiblement ses dépenses militaires, ne s'est point trouvée à ce point de vue dans une situation comparable. Ceci dit, examinons rapidement dans

quelles mesures ces précédents pourraient être utiles à la France.

Nous n'insisterons pas sur le redressement anglais, car on ne saurait l'apprécier en quelques pages. Faisons seulement remarquer combien l'atmosphère psychologique créée par les décisions des pouvoirs publics a été utile à ce redressement.

Le redressement belge offre des applications intéressantes à d'autres points de vue. Il est certain que la conversion des rentes a eu un caractère arbitraire que nous avons mis en lumière.

Il ne faut pourtant pas hésiter à dire qu'une opération semblable est permise et même nécessaire, quand elle s'intègre dans un plan général de redressement.

L'intérêt des porteurs de fonds d'Etat n'est pas séparable de celui général. Le respect de leurs droits n'est possible que pour autant que la prospérité financière se maintient. C'est pourquoi une conversion semblable à celle belge doit être conçue et faite quand elle n'a pas pour but de procurer au Trésor une économie au détriment des porteurs de fonds publics mais qu'elle est un des éléments du redressement général, lequel en définitive profitera aussi bien aux rentiers qu'au pays tout entier. Une diminution du loyer de l'argent est une condition essentielle de la reprise économique. La hâter, la forcer en quelque sorte par ce moyen est justifiable, si la politique suivie ultérieurement concourt à un abaissement normal.

C'est pourquoi cette opération nous paraît plus

logique et plus profitable à tous que, par exemple, la réduction de 10 % opérée en France sur le service des fonds publics en 1935. Cette réduction prive de même les porteurs d'une partie de leurs revenus : mais étant provisoire, elle n'apporte pas de contribution définitive au problème budgétaire, ne contribue pas à la baisse du loyer de l'argent, et, pour ces raisons, elle ne permet pas d'espérer une revalorisation du capital (3).

L'abaissement du taux de l'intérêt en Suisse est d'une portée restreinte. Mais comme telle, cette expérience est fort intéressante parce que la cause qui a déterminé cet abaissement est parfaitement nette : la levée de l'hypothèque monétaire. La situation financière et économique de la Confédération n'a pas, du fait de la dévaluation, subi un renversement complet, et la crise n'y est pas terminée. Mais la conviction générale est qu'il ne saurait être question de nouvelles manipulations monétaires et que le franc suisse est solidement établi sur ses bases nouvelles. Ce seul fait a été à la fois nécessaire et suffisant pour déterminer l'abaissement du loyer de l'argent. Dans les pages qui suivront, nous étudierons l'évolution du taux en France, après l'alignement monétaire de septembre 1936 et en constatant que ces effets furent différents de ceux obtenus en Suisse, nous arriverons à la conclu-

(3) Les porteurs de Rente Belge unifiée 4 %, s'ils ont dû renoncer à une partie de leur revenu, ont par contre bénéficié d'une augmentation de 15 à 20 % de leur capital par rapport au cours des rentes avant la dévaluation.

sion que cette différence doit être attribuée à l'insuffisance de l'assainissement monétaire en France.

Ainsi, pour résumer ces quelques données, l'expérience étrangère permet de conclure que l'assainissement budgétaire, la sécurité monétaire et une politique suivie de conversions, sont les conditions nécessaires de la baisse du loyer de l'argent.

*
**

Nous n'avons pas entrepris l'étude de la réduction du loyer de l'argent dans d'autres pays européens, tels que l'Allemagne ou l'Italie. L'œuvre qui a été accomplie à cet égard est pourtant fort importante (4). Mais elle présente moins d'intérêt pour la France, en tant que les méthodes adoptées sont celles applicables à des économies fermées, par des régimes autoritaires.

Du point de vue de notre sujet, il y a précisément incompatibilité entre les solutions libérales et celles autoritaires. Le taux d'intérêt n'est que la résultante de plusieurs facteurs. Ceux-ci peuvent varier sous

(4) Voici quelques-unes des mesures prises dans ces deux pays à cet égard :

Italie : Décrets-lois du : 3 février 1934 sur la conversion du 5 % en 3 $\frac{1}{2}$ % perpétuel ; 18 septembre 1934, conversion des emprunts de Crédit Foncier en 4 % ; 18 octobre 1934, allègement des dettes provinciales et communales ; 5 septembre 1935, limitation des dividendes et emploi obligatoire en fonds d'Etat.

Allemagne : loi 21 septembre 1933 sur la dette des communes ; loi 28 septembre 1934 sur la réduction du taux des prêts du Crédit Foncier ; loi 4 décembre 1934 sur le placement obligatoire en fonds d'Etat des bénéfices des sociétés ; loi 24 janvier 1935, réduction du taux des établissements de crédit hypothécaire ; loi 27 février 1935, réduction du taux des emprunts publics ; loi 29 mars 1935 sur la consolidation des dettes des communes et la réduction du taux.

l'influence de diverses mesures de contrainte. Il est certainement possible d'augmenter l'offre du capital en obligeant les nationaux à rapatrier leur argent exporté, en obligeant les sociétés à investir en fonds d'Etat une partie de leurs moyens, en enlevant aux Banques et aux caisses d'épargne toute autonomie en ce qui concerne leurs placements. Dans le cadre d'un système économique étroitement réglementé par l'Etat, il est certainement possible de réaliser ainsi une action sur le loyer de l'argent. Mais l'inverse n'est pas vrai, et on ne peut concevoir une diminution du taux par des moyens autoritaires sans une action préalable sur l'ensemble des moyens de crédit du pays et sans l'isolement monétaire et économique.

Juger de telles solutions ne rentrait pas dans notre sujet. Nous en avons écarté l'exposé pour l'unique raison que la France ne s'étant pas jusqu'ici orientée sur les voies de la dictature économique, ces solutions n'y sont pas applicables.

QUATRIÈME PARTIE

**LES DÉVALUATIONS
MONÉTAIRES DE 1936-37
ET LEURS CONSÉQUENCES SUR
L'ÉVOLUTION DU TAUX**

LES DÉVALUATIONS MONÉTAIRES DE 1936-37 ET LEURS CONSÉQUENCES SUR L'ÉVOLUTION DU TAUX

La dévaluation de la monnaie, décidée le 25 septembre 1936 et consacrée par la loi du 1^{er} octobre suivant, pouvait avoir des conséquences très importantes sur l'évolution du taux.

Rappelons brièvement en effet que les principales causes de la hausse du loyer de l'argent au cours des années précédentes avaient été la situation financière et la crise monétaire.

Dans la mesure où la dévaluation apportait une solution au second de ces problèmes et contribuait à résoudre le premier, les facteurs qui avaient si lourdement pesé sur le marché financier et sur le taux étaient appelés à disparaître, laissant le loyer de l'argent retrouver son équilibre.

On sait que ce premier assainissement monétaire se révéla insuffisant dès le printemps suivant, et qu'une nouvelle dévaluation fut décidée par un décret-loi du 30 juin 1937, qui supprimait tout rapport légal du franc avec l'or.

Nous allons examiner succinctement quelles étaient les suites possibles de la première dévaluation, les raisons qui ont empêché son action sur le loyer de

l'argent, enfin les perspectives de l'évolution du taux au lendemain de la seconde dévaluation.

La dévaluation peut avoir plusieurs effets distincts qui concourent à assainir la situation financière et monétaire d'un pays, à y faire affluer des capitaux, et enfin à faire baisser le taux de l'intérêt.

a) *Monnaie.* — Il est presque superflu de dire que le résultat essentiel et pour ainsi dire automatique de la dévaluation est l'assainissement de la monnaie. Elle peut avoir d'autres buts, mais celui-ci est le premier et le plus immédiat.

La devise dont la valeur est trop élevée par rapport à celle des monnaies étrangères a une situation précaire à laquelle l'opération monétaire vient mettre fin : dans ce sens, c'est bien un alignement monétaire. Celui-ci permet en outre de suspendre l'application stricte de l'étalon-or, il permet de laisser la monnaie flotter, soit entre certaines limites, fixes, assez éloignées l'une de l'autre pour décourager la spéculation, soit même librement, dans la mesure où les autorités responsables le jugent utile pour l'économie nationale. Le fonctionnement d'un fonds d'égali-sation des changes, permet de surveiller les fluctuations ; et les opérations du fonds étant secrètes, les répercussions psychologiques qui peuvent augmenter les exportations de capitaux, en cas de sorties d'or trop importantes, ne sont plus à craindre.

Ces circonstances entraînent un assainissement

complet de la monnaie et assurent sa défense ultérieure sur des bases solides.

b) *Finances.* — Les résultats de l'opération sur les finances publiques ne sont pas aussi immédiats. Ils peuvent pourtant être de la plus grande importance.

1° Au point de vue économique, le coup de fouet donné à l'économie se traduit par une augmentation des recettes fiscales à laquelle contribue aussi la hausse des prix. Les dépenses de l'Etat augmentant dans une mesure moindre il y a là l'amorce d'un redressement budgétaire.

2° La réévaluation de l'encaisse or peut permettre d'assainir la situation financière. Le produit de cette réévaluation peut servir à alimenter un budget extraordinaire et à décharger d'autant celui ordinaire : ce budget extraordinaire destiné par exemple à de grands travaux accélérera la reprise économique sans compromettre les finances publiques. De façon générale la réévaluation a pour résultat de donner une certaine aisance de trésorerie. Sans résoudre par soi-même les problèmes financiers, la dévaluation apporte par là un commencement de solution.

c) *Importation de capitaux.* — L'amélioration de la situation financière et monétaire entraîne normalement le rapatriement des capitaux exportés. Ceux-ci désormais n'ayant plus à craindre d'être dévalués, ont intérêt à rentrer dans leur pays d'origine, où les placements sont plus avantageux que dans les pays où ils s'étaient réfugiés. Une certaine masse de

capitaux étrangers, pour la même raison, suivra le mouvement. Il en résultera un renforcement ultérieur de la monnaie nationale et une abondance de capitaux sur le marché financier et monétaire.

d) *L'abaissement du taux de l'intérêt.* — Cet ensemble de circonstances favorables ouvre enfin la voie à l'abaissement du taux. Les fonds publics profitant de ce redressement sont l'objet d'achats suivis et progressent rapidement ; les capitaux thésaurisés et ceux rapatriés se portent sur le marché et y déterminent une abondance de disponibilités qui permet la reprise régulière des émissions publiques et privées. L'abaissement rapide du taux permet des conversions. Celles-ci sont un élément puissant de reprise. En effet, la conversion des dettes publiques permet de parfaire l'équilibre budgétaire ; celle des dettes privées, en diminuant les charges de la production, contribue à la prospérité économique et compense l'augmentation des prix de revient résultant de la hausse des prix : elle permet ainsi à cette hausse de rester modérée et de cette manière de maintenir les avantages économiques résultant de la dévaluation.

Tels sont schématiquement exposés, les résultats qu'il est permis d'attendre d'une dévaluation. Ils forment une suite logique dont on ne saurait dissocier les éléments. A cet égard, les facteurs psychologiques sont de la plus grande importance en particulier en ce qui concerne les rentrées massives de capitaux. Ce résultat en effet ne peut être obtenu que si l'opération

réalisée l'est de façon assez complète pour supprimer toutes les craintes qui avaient entraîné la fuite à l'étranger des capitaux nationaux.

On peut naturellement discuter ce point de vue. Mais les exemples des pays étrangers, que nous avons rapidement analysés à la fin de la troisième partie, semblent suffisamment instructifs et nets en ce qui concerne les résultats à attendre d'une opération monétaire.

Dans tous les pays à économie et à monnaie libres, la dévaluation a été suivie d'une baisse profonde du loyer de l'argent. En Angleterre, les fonds d'Etat se capitalisaient à plus de 5 % en 1931 et à 3 1/4 % dès 1933 ; en Belgique les mêmes données sont respectivement de près de 6 % (au début de 1935) et de 3,80 % (au début de 1937) ; en Suisse, de 5,10 % (août 1936) et de 3,35 % (août 1937).

Les résultats de l'alignement monétaire du 25 septembre 1936 n'ont pas été en France ceux qu'il était ainsi possible d'attendre.

Il faut attribuer cet insuccès à deux raisons : d'une part, la situation au moment de la dévaluation était déjà assez mauvaise ; d'autre part, la politique suivie n'a pas été telle qu'il fût possible d'en tirer le maximum de résultats.

a) Situation financière. — Le budget ordinaire de 1936 avait été voté en équilibre théorique ; celui extraordinaire comportait six milliards de dépenses couvertes par l'emprunt.

En fait, de nombreux crédits supplémentaires durent être votés au cours de l'exercice, alors que les recettes fiscales s'avéraient inférieures aux prévisions. Le budget extraordinaire subissait les frais d'armements imposés par la situation internationale. Les budgets ordinaire et extraordinaire de l'exercice 1936 devaient en définitive se solder par un déficit de plus de 17 milliards.

Le budget de 1937 ne marquait aucun redressement, au contraire, il comportait de nombreuses augmentations de dépenses dues à la hausse des prix et au relèvement des petits traitements, ainsi que des crédits massifs pour la défense nationale et les grands travaux. Si du côté des recettes il était escompté une augmentation de quatre milliards du fait de la reprise des affaires et de la hausse des prix, il n'en restait pas moins que le budget ordinaire comportait un déficit prévu de près de cinq milliards, auquel venait s'ajouter un montant de 17.715 millions de dépenses extraordinaires, l'insuffisance totale atteignant 22 milliards et demi. Il y avait lieu d'y ajouter le déficit habituel des grands réseaux pour lesquels l'augmentation prévue des recettes compenserait à peine les dépenses supplémentaires résultant de l'application des lois sociales, au total, les années 1936 et 1937 se traduiraient par un accroissement de l'ordre de 60 milliards de la dette publique.

Or nous allons le voir, le budget et la trésorerie ne pouvaient escompter aucun bénéfice de la réévaluation de l'encaisse or.

b) *Monnaie.* — L'assainissement complet de la monnaie doit être le résultat essentiel de la dévaluation. Cet assainissement se réalise par deux moyens : par le renforcement de l'encaisse-or ou du stock de devises, causé par le rapatriement des capitaux, et par l'apurement des actifs fictifs que peut contenir le bilan de l'institut d'émission.

Or, l'alignement monétaire n'a permis en aucune façon de parvenir à ces résultats.

Au moment où il est décidé, la situation est nettement défavorable pour deux raisons distinctes :

D'une part, l'affaiblissement continu de l'encaisse or qui avait ramené celle-ci à 50 milliards, d'autre part, les avances consenties au trésor depuis le début de cette année, pour un montant de plus de 18 milliards.

En ce qui concerne l'encaisse la situation n'a rien d'inquiétant. Son chiffre est largement suffisant, les exportations de capitaux vont probablement cesser et au contraire l'afflux d'argent rapatrié permettra son renforcement. Mais la diminution de l'encaisse réduit d'autant le bénéfice de la réévaluation.

D'autre part le poste de 18.333 millions (au 23 septembre 1936) d'avances consenties au trésor par la Banque de France, constitue un actif fictif. En outre, une autorisation ultérieure est accordée au trésor pour 5 milliards et demi, soit un total de 24 milliards.

Pour rétablir définitivement la monnaie sur des bases solides, il importait de faire disparaître ce poste, et de renoncer à la faculté d'emprunter auprès de la

banque, faculté accordée par la convention du 18 juin 1936.

La réévaluation de l'encaisse-or pouvait servir dans ce but. S'effectuant sur un total de 50 milliards, et calculée sur la base d'une dévaluation de un quart, son produit est de l'ordre de 17 milliards. Mais au contraire ce produit fut affecté à concurrence de 10 milliards au fond d'égalisation des changes, pour un milliard à la différence de change sur le remboursement de l'emprunt anglais et enfin pour 6.035 millions seulement à la diminution du poste : Avances provisoires à l'Etat.

Ainsi, non seulement la dévaluation n'apportait aucune ressource extraordinaire à la trésorerie, mais encore la situation de la banque n'était pas assainie.

Par la suite, les nouveaux recours du trésor à la banque devaient porter à près de 8 milliards, les avances consenties en vertu de l'article 3 de la convention du 18 juin 1936, et à 20 milliards le montant total de ces avances (article 1, 2 et 3 de la convention). Si l'on ajoute à ce chiffre ceux des prêts consentis à l'Etat en vertu d'autres conventions (1), c'est à plus de 30 milliards que s'élèvent les actifs fictifs de la banque de France.

Dans ces conditions il n'est pas possible de parler de rétablissement monétaire. En particulier le recours par le Trésor à ces avances, quelques semaines à peine

(1) Bons négociables de la C. A. : 5.639 millions ; prêt sans intérêt : 3.200 millions ; effets de l'Office du blé et de la Caisse Centrale des banques populaires : 1.300 millions.

après la dévaluation devait avoir l'effet psychologique le plus défavorable ; de façon générale il était difficile d'espérer qu'il pût se produire un mouvement important d'importation de capitaux, alors que tous les éléments qui avaient provoqué antérieurement la crise subsistaient. De fait, la rentrée en France des capitaux exportés a été presque insignifiante.

Ainsi, il est permis de dire que la dévaluation n'a donné à cet égard aucun résultat. Deux erreurs successives ont été commises à notre sens.

La première fut de retarder indéfiniment la dévaluation, alors qu'elle était inévitable depuis longtemps et qu'elle pouvait être faite dans d'excellentes conditions. Dès l'instant où la détérioration du crédit public forçait l'Etat à recourir aux avances de la banque de France, elle devait être faite, même sans parler de la nécessité de ramener les prix nationaux au niveau de ceux internationaux. Décidée à la fin de 1935 ou aux premiers jours de 1936 la dévaluation permettait d'obtenir le maxima de résultats. Le produit de la réévaluation de l'encaisse-or, soit près de 25 milliards aurait pu être entièrement versé à l'Etat. La monnaie eût été établie sur des bases saines. La politique des économies suivie par le gouvernement Laval, maintenue, mais adaptée aux circonstances, jointe à l'augmentation des recettes fiscales, aurait permis assez vite l'équilibre du budget celui-ci étant alimenté d'autre part, par cette réévaluation. Un redressement complet, accompagné du rapatriement

des capitaux et de la baisse du taux se serait produit presque certainement.

La deuxième erreur fut probablement de ne pas tirer le meilleur parti de l'opération à l'instant où elle était faite. Si la réévaluation de l'encaisse ne permettait pas l'assainissement du bilan, mieux valait dévaluer davantage en abaissant par exemple les limites fixées aux variations de la monnaie, que de renoncer à cet assainissement. On peut encore se demander si un emprunt lancé aux premiers jours d'octobre et destiné à alimenter le fond d'égalisation n'aurait pas rencontré un succès suffisant. On peut se demander si les mesures prises quant à la déclaration obligatoire de l'or et qui ont dû par la suite être rapportées, n'ont pas pour un bénéfice peu important compromis les résultats de l'opération monétaire. Enfin, une politique plus orthodoxe quant aux dépenses de l'Etat, aurait complété ces mesures et permis un véritable redressement.

Réalisée comme elle l'a été, la dévaluation, n'apportant de solution ni au problème budgétaire, ni à celui monétaire, et laissant subsister l'état de choses antérieur qui avait pesé si lourdement sur le loyer de l'argent, ne pouvait pas logiquement entraîner une diminution de celui-ci.

En fait, les variations du taux depuis le 1^{er} octobre 1936, ont été telles qu'on pouvait les prévoir.

Une première hausse en flèche des fonds publics accompagna l'opération et les espoirs qu'elle faisait naître. Ce redressement a été de très brève durée et ne

s'est pas accentué. Au contraire, dès les derniers mois de 1936 et surtout au début de 1937 les cours des rentes ne cessèrent de baisser sous la même influence que précédemment : déséquilibre budgétaire, crainte monétaire.

A l'égard de la monnaie remarquons que depuis que le fonds d'égalisation, dont les opérations sont secrètes, est chargé du maintien du franc, les inquiétudes de cet ordre ne s'appuient plus sur des chiffres, ceux du bilan de la banque de France, mais sur de simples conjectures et sur les mouvements plus ou moins brusques des changes. A cet égard, il était contre-indiqué psychologiquement de vouloir suivre l'exemple belge en maintenant le franc à un cours à peu près invariable, comme on l'a fait pendant cinq mois : car toute baisse ultérieure devait ensuite être logiquement interprétée comme un signe de faiblesse de la devise nationale, et provoquer des exportations de capitaux.

Nous avons réuni dans le tableau suivant les indices habituels sur l'évolution du taux :

	début oct. 36	Fin déc. 36	Fin févr. 37	fin mai 37
Rente 3 %	78,20	75,40	73,50	62,50
Rente 4 % 1918	77,25	74,	70,60	62
Rente 4 $\frac{1}{2}$ % A	84,	79,40	74,40	68,25
Taux de cap. val. rev. fixe	5,35	5,61	6,11	6,44

Au début de juin 1937 les rentes françaises ont atteint leurs plus bas niveaux depuis 1926, au-dessous même des minima précédents de l'été 1936. Ces cours sont d'autant plus défavorables que la loi de finances

du 31 décembre 1936 a disposé la suppression du prélèvement de 10 % sur les coupons pour les titres nominatifs, ou déposés dans certaines banques.

Pour les mêmes raisons que celles indiquées plus haut, le marché financier n'est pas sorti de son atonie. Le chiffre des émissions est resté très faible :

Millions de francs				
	Collect. publiques Gr. Réseaux	Emissions Actions	privées Obligations	Total
4 ^e trimestre 1936	743	209	254	1.206
1 ^{er} trimestre 1937	2.975 (2)	382	224	3.580
2 ^e trimestre 1937	605	415	40	1.060

Malgré les besoins pressants de l'Etat et des collectivités publiques il n'a été à aucun moment tenté l'émission de grands emprunts ordinaires. Au contraire le Trésor a été forcé de recourir constamment aux avances de la banque de France pour près de 8 milliards en cinq mois. L'emprunt « pour la défense économique dans la paix » lancé en janvier 1937 et destiné uniquement aux souscripteurs de bons du Trésor et aux détenteurs d'or, n'a rencontré, malgré ses conditions, qu'un succès limité. A la fin de janvier, les grands réseaux étaient forcés de recourir à la place de Londres pour obtenir 4 milliards.

Ce fut dans ces conditions que le Trésor inaugura une politique nouvelle en lançant, au début de mars 1937, l'emprunt 4 1/2 % à garantie de change. Cet emprunt a été souscrit en moins de deux journées et à concurrence de 8 milliards. Ce succès montre

(2) Non compris l'emprunt à garantie de change 4 1/2 %.

l'importance des capitaux disponibles et leur promptitude à s'offrir dès qu'ils rencontrent les garanties nécessaires. Mais d'autre part, il consacre l'échec de l'expérience de la dévaluation, puisque cinq mois après celle-ci, la monnaie paraît si peu solide sur ses bases nouvelles qu'il est nécessaire d'offrir une garantie de change aux souscripteurs.

Introduites en bourse à la fin d'avril 1937, ces obligations 4 1/2 % marquèrent rapidement une baisse sensible sur leur cours d'émission. Ces cours permettent une comparaison intéressante avec ceux des emprunts ordinaires : ils permettent en quelque sorte de chiffrer la crainte monétaire. Une comparaison analogue aurait pu être faite, au cours de ces dernières années, avec le 4 % 1925 : mais elle serait moins exacte, car ce dernier emprunt bénéficie également de l'exemption de l'impôt général sur le revenu, et il n'est pas possible de distinguer la part de chacun de ses avantages dans la plus-value de ses cours par rapport à ceux des emprunts ordinaires.

Voici les cours des obligations 4 1/2 % 1937, comparés avec ceux des rentes 4 1/2 % 1932, au 31 mai 1937 :

4 1/2 % garantie change	4 1/2 % A 1932
93	67,20

soit une différence de 26 points ou une appréciation de 40 % environ en faveur de l'emprunt à garantie de change. Il est nécessaire de noter que les coupons de la rente 4 1/2 % 1932 sont soumis au prélèvement de 10 %. Mais en tenant compte de cette différence, on

peut déduire que l'écart des cours est basé sur une nouvelle dépréciation éventuelle de la monnaie de l'ordre de 25 à 30 % : il montre à quel point la crainte monétaire joue un rôle puissant dans la hausse du loyer de l'argent.

Les mouvements de capitaux pendant la période en question furent presque constamment défavorables. Si quelques rentrées se produisirent en octobre, dès novembre 1936 l'exportation reprenait et son rythme s'accélérait en janvier et février 1937. Un arrêt en mars, lors du lancement de l'emprunt à garantie de change, n'eut pas de lendemain. Les ressources du fonds d'égalisation des changes diminuaient rapidement. En juin, elles étaient épuisées, et il fallait recourir à l'encaisse-or de la Banque de France à laquelle il n'avait pas été touché depuis septembre 1936.

Ainsi, à l'égard du loyer de l'argent, la dévaluation de septembre 1936 avait été absolument inefficace. Non seulement les effets attendus ne s'étaient pas produits, mais encore la situation à la fin du premier semestre 1937 n'avait jamais été aussi mauvaise. Dans un marché financier à peu près complètement gelé, les grands réseaux lançaient des obligations à un taux net réel de 7,20 %, taux qui n'avait pas été enregistré depuis 10 ans ; les rentes françaises tombaient au dessous des minima de 1934 et 1936.

C'est alors qu'intervint, on le sait, une deuxième dévaluation, le 30 juin 1937.

Il ne nous appartient pas d'examiner ici les raisons

de cette dévaluation. En ce qui concerne les effets possibles du nouveau système sur le taux d'intérêt, nous avons exposé dans la partie précédente quels sont à notre avis les avantages et les dangers d'un franc flottant, par rapport au loyer de l'argent.

Quelques mois seulement se sont écoulés depuis que le franc a été complètement détaché de l'or, et cet intervalle est insuffisant pour juger de l'expérience. Nous ne pouvons qu'exposer brièvement l'évolution au cours de cette période.

Il avait été dit qu'un des objectifs essentiels de la nouvelle politique serait la baisse du loyer de l'argent qui suivrait inévitablement l'assainissement monétaire et financier qu'elle avait pour but de réaliser.

En effet, toutes les mesures prises par décrets-lois en juillet et en août 1937 devaient concourir à ce but. L'augmentation des impôts, la diminution massive des dépenses extraordinaires dans le domaine financier ; dans le domaine monétaire la réduction du franc à un niveau plus équilibré par rapport aux monnaies étrangères portèrent bientôt leurs premiers fruits. Ces mesures permettaient entre autres la conversion à 4 % de plus de 3 milliards de bons du Trésor 1934, arrivant à échéance en octobre suivant, et le succès d'un emprunt 5 % destiné à consolider le solde de ces bons ayant fait l'objet de demandes de remboursement.

L'amélioration de la situation financière permettait de rétablir l'équilibre du budget ordinaire de 1938 et d'en attendre même un excédent de 1.600 millions. Ceci permettait enfin par deux décrets-lois du 25 et

31 août 1937 d'abroger le prélèvement de 10 % sur les rentes françaises et valeurs assimilées, prélèvement qui avait contribué à nuire au crédit de l'Etat.

D'autre part, un fonds de soutien des rentes a été créé à l'exemple belge de 1935. Ce fonds est alimenté par le produit de la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque de France, estimée désormais sur la base de 43 milligrammes d'or par franc, au lieu de 49 milligrammes ; cette opération a procuré un bénéfice comptable de 6.900 millions, cette somme devant être consacrée au soutien des rentes sur le marché financier.

Le résultat de ces mesures est incontestable. Les rentes françaises ont marqué une hausse considérable sur les minima atteints en juin 1937, et le marché financier a pu retrouver une certaine liberté d'émission.

Cependant, ces résultats n'ont en rien modifié la situation de façon définitive ; telle qu'elle se présente actuellement, cette situation subit encore l'hypothèque de plusieurs risques d'ordre financier. En particulier, la faculté accordée à l'Etat d'augmenter de 15 milliards ses emprunts à la Banque de France et de porter ainsi à plus de 45 milliards le montant des actifs fictifs de l'institut d'émission laisse subsister un grave danger quant à l'équilibre monétaire de la France. Il est vrai que, d'autre part, la réévaluation ultérieure de l'encaisse-or et l'emploi des ressources des fonds d'égalisation permettront un bénéfice comptable de

25 à 30 milliards, suffisant pour assainir dans une large mesure le bilan de la Banque de France.

Pourtant les mouvements de capitaux restent défavorables et non seulement aucune rentrée ne s'est produite, mais encore de nouvelles exportations ont eu lieu. Ces exportations ont entraîné un affaiblissement du franc, la livre passant de 128 à 150 au cours du troisième trimestre 1937. Cette baisse de la monnaie est dangereuse, car elle peut à son tour provoquer de nouveaux départs de capitaux. Or, il est inutile d'espérer un redressement définitif de la situation financière, un abaissement du loyer de l'argent, la reprise normale des émissions, aussi longtemps que l'argent exporté ne commencera pas à rentrer en France.

En définitive, les éléments favorables à un redressement ne manquent point au lendemain de la seconde dévaluation, car les erreurs techniques qui ont fait échouer la première ont été cette fois évitées dans la mesure du possible. Mais il est trop tôt pour savoir si la politique suivie est assurée d'une durée qui seule peut la faire réussir.

CONCLUSION

Si conclure signifie tirer les conséquences de faits étudiés et établir des prévisions pour l'avenir, ce n'est pas sans inquiétude que nous arrivons au terme de ce travail. Il nous est impossible de nous défendre d'un pessimisme que nous voudrions croire injustifié.

Le loyer de l'argent à long terme, ainsi que nous l'avons vu, a marqué une hausse à peu près constante depuis six ans. Si à l'heure actuelle un redressement est esquissé, les conditions ne permettent pas encore le jeu normal de l'offre et de la demande de capital. Les émissions pour compte de collectivités publiques sont à peu près suspendues depuis deux ans ; celles des sociétés particulières sont tombées à des chiffres insignifiants. Pratiquement, le marché financier reste gelé. Enfin les titres à revenu fixe ont battu en 1937 tous leurs records de baisse et se capitalisent couramment à un taux de près de 7 %.

Si la conjoncture économique, l'évolution financière, ont été défavorables pour la France, les occasions de redressement qui auraient permis la diminution du taux n'ont pas manqué. D'autres pays, presque tous, ont subi les mêmes difficultés et souvent n'en sont pas encore sortis. Cependant presque partout le taux s'est considérablement abaissé, à des niveaux qui rappellent souvent l'ère d'argent à bon marché d'avant-guerre. C'est un paradoxe apparent que de

voir une des nations les plus évoluées économiquement et les plus riches, payer encore un taux d'intérêt bien supérieur à celui offert par des états de second ordre.

Il ne suffit pas de constater le fait pour en démêler les raisons. Nous avons dit précédemment et à plusieurs reprises que l'étude du taux d'intérêt est difficile, parce qu'il dépend d'un grand nombre de facteurs dont l'importance relative est ardue à établir. Nous avons cherché à en dégager les principaux et à réaliser les conditions nécessaires de la diminution du taux.

Il faut toutefois mettre encore en lumière que cette diminution exige du temps et la stabilité de certaines conditions favorables. On peut à la rigueur rétablir en quelques mois des finances ébranlées ou assainir une monnaie : mais l'effet de ces mesures sur le taux exigera un plus long laps de temps. Par contre, si l'amélioration venait à disparaître, le taux remonterait immédiatement vers les niveaux précédents.

Ceci explique en partie pourquoi les intentions à cet égard, les commencements de réalisations n'ont donné aucun résultat. Depuis le début de la crise économique, l'évolution a été entièrement défavorable non pas qu'il n'y ait eu à certains moments des éclaircies dans le ciel financier, économique ou monétaire, mais parce qu'elles ont été de beaucoup de trop brève durée pour agir. Ne suffit-il pas de rappeler aussi que depuis le début de 1935, l'orientation de la politique économique de la France n'a pas varié moins d'une demi-douzaine de fois ?

Il est certain que le rétablissement des finances publiques et l'assainissement monétaire permettraient une diminution profonde du loyer de l'argent, à condition que cette politique soit rigoureusement suivie pendant un temps suffisant. Mais il faut bien s'avouer que l'abaissement du taux semble être le moindre souci de l'heure. Ce n'est pas que l'on n'en ait parlé fréquemment : mais on ne voit guère ce qui a été fait dans ce but.

La question cependant garde toute son importance. En faisant abstraction des besoins d'argent de l'Etat, dont les budgets extraordinaires doivent être alimentés par l'emprunt, il est évident que tant que les conditions actuelles persisteront, le recours des entreprises privées au crédit demeurera à peu près impossible et que toute reprise économique s'en trouvera empêchée. A ce sujet, qu'il nous soit permis de citer ces lignes de M. Ch. RIST, extraites de l'avant-propos de *La France économique en 1936* (Revue d'Economie Politique, mai-juin 1937) :

« Le plus grand frein qui ait été opposé à la reprise
« économique française depuis plusieurs années est la
« hausse constante du taux de l'intérêt... Loin de
« suivre la baisse des autres éléments de l'économie,
« le taux de l'intérêt n'a cessé de s'accroître, et ce
« désaccord, imputable entièrement à l'état des
« finances publiques, n'a cessé de peser sur la situa-
« tion... »

Il est d'autant plus regrettable que cet abaissement

n'ait pas eu lieu plus tôt que, logiquement, ce sont d'abord les fonds publics qui doivent en profiter. Quand leur conversion a été achevée, quand leur taux a été ramené au plus bas niveau possible, alors le marché financier est libre et permet aux entreprises privées de trouver aux meilleures conditions les capitaux dont elles ont besoin.

L'évolution de la conjoncture est étroitement liée à la résurrection du marché financier et à la diminution du taux.

Il faut encore insister sur un autre aspect de la question et rappeler, puisqu'on semble oublier une vérité si évidente, que le loyer de l'argent est la rémunération du capital privé. Plus le taux est élevé, plus cette rémunération augmente ; et au contraire l'abaissement du taux entraîne la diminution du profit du capital.

Il est évident qu'un des buts principaux poursuivis depuis la guerre, est de diminuer cette rémunération au profit de celle du travail. Ce n'est pas une des moindres contradictions de l'heure actuelle que d'avoir poursuivi ce but, en négligeant, en ignorant même un des moyens les plus sûrs d'y parvenir. La politique suivie depuis plusieurs années qui consiste à accroître les impôts, mais d'autre part à augmenter constamment le taux offert aux souscripteurs de fonds publics, nous paraît complètement paradoxale : car c'est prendre d'une main, ce que l'on rend de l'autre.

Pour sortir des mots, faisons une évaluation très

générale de la réduction du revenu des capitaux privés qu'entraînerait une diminution du taux :

Le revenu des capitaux privés était évalué en 1934 à 36 milliards soit 20 % du revenu national global. Un abaissement du taux à 3 1/2 % pour les fonds publics amènerait déjà une réduction de 4 milliards sur les sommes versées aux rentiers d'après le calcul fait plus haut. De la réduction de l'intérêt des dettes privées, en particulier de celles hypothécaires et obligataires, de l'intérêt servi aux caisses d'épargne, etc., il résulterait sans doute une économie du même ordre et l'on peut chiffrer à 7 ou 8 milliards la diminution totale de ces revenus : c'est-à-dire que le revenu du capital diminuerait de 1/5 environ.

Il serait inexact de prétendre qu'en fin de compte cette réduction n'entraînerait pas une répartition différente, mais simplement un transfert de revenus d'une catégorie à l'autre de capitaux. Cela est vrai dans certains cas : ainsi la réduction de l'intérêt des obligations des sociétés accroîtrait les bénéfices de celles-ci ; celui des prêts hypothécaires, le revenu des propriétaires d'immeubles. Mais il est possible par des aménagements d'impôts de remédier à cet inconvénient, et le principe général n'en demeure pas moins vrai.

Quoi qu'il en soit, cet aspect de la question est encore plus négligé que celui économique.

Nous croyons pourtant que le problème du taux de l'intérêt ne pourra pas rester très longtemps encore

sans solution, car il est trop important. Les conditions actuelles en se prolongeant voueraient l'Etat à rechercher de plus en plus dans les expédients financiers et dans les dévaluations monétaires les ressources qui lui sont nécessaires : elles condamneraient les entreprises privées à vivre au jour le jour, sans pouvoir augmenter leurs moyens de production, ni accroître leurs affaires.

D'un autre côté il est absolument anormal que la plus grande partie des capitaux français disponibles continue à chercher un refuge à l'étranger et à priver le marché national des ressources indispensables. Avec le maintien de la propriété privée, la solution peut être trouvée de deux façons différentes.

La première voie est celle du rétablissement financier et monétaire, qui fera porter tous ses fruits au régime actuel de liberté. Les capitaux dès que les conditions défavorables auront pris fin, ne manqueront pas de s'offrir. Il n'est pas douteux que l'on n'assiste alors à une baisse rapide et profonde du taux. Il appartiendra aux pouvoirs publics de la hâter même si cela est utile, en imposant les sacrifices nécessaires, ainsi qu'il a été fait en Belgique.

La deuxième voie, à l'opposé, serait celle qu'ont déjà pris depuis plusieurs années les pays autarchiques. Le rapatriement obligatoire des capitaux exportés, la mainmise de l'Etat sur les grands organismes de crédit, la limitation des bénéfices privés, ces moyens apporteraient sur le marché les capitaux qui se

refusent actuellement et permettraient un abaissement du taux aussi considérable sans doute que celui réalisable par les moyens libéraux. Mais cela nécessite naturellement une décision préalable d'isolement économique.

Il est évident que le choix ne relève pas seulement de l'économie mais aussi du politique et du social. Une action décidée dans un sens ou dans l'autre est de toute façon indispensable car rien ne nous semble pire qu'une indécision qui entraîne la plupart des inconvénients d'une politique et de l'autre et n'en présente pas les avantages.

Le programme adopté depuis juillet 1937 se réclame résolument de la première solution. Rejetant l'isolement économique, le contrôle des changes, les moyens de coercition quant aux capitaux exportés, il entend obtenir le retour de ceux-ci et la stabilité monétaire par la confiance, l'ordre, l'équilibre budgétaire. S'il réussit, la réduction du loyer de l'argent suivra naturellement.

Mais cette réduction pour être durable et profonde, ne se fera que si ce programme est appliqué sans relâche et, pour mieux dire, si on ne peut même plus douter de sa continuité au cours des prochaines années. Or l'incertitude politique qui pèse sur cette continuité empêche déjà les mesures prises de donner tous leurs fruits et interdit toute prévision optimiste.

C'est pourquoi il ne nous est permis de conclure que par un vœu : que l'on s'attache enfin, d'une façon

ou d'une autre, à la diminution du taux de l'intérêt, diminution sans laquelle il n'est pas en régime capitaliste de progrès économique, ni de progrès social.

Vu : le Président,
G. PIROU.

Vu : le Doyen,
EDGAR ALLIX.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLETY.

BIBLIOGRAPHIE ⁽¹⁾

OUVRAGES

- DESMYTTÈRE (Jacques). — Le problème de la réduction du taux d'intérêt en France. Paris, Pedone, édit., 1936.
- DUFOUR (Jean). — Le problème de l'équilibre budgétaire en France depuis la guerre. Rodez, Georges Subervie édit., 1935.
- GERMAIN-MARTIN. — Sommes-nous sur la bonne route ? Paris, Payot édit., 1934.
- Le problème financier 1930-36. Paris, Domat-Monchrestien édit., 1936.
- HUE (Henri). — La réforme monétaire en Belgique. Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1936.
- JOYER (André). — Les variations du taux de l'intérêt en France depuis 1870. Paris, Rousseau édit., 1908.
- LACHAPELLE (Georges). — Le crédit public. Paris, Berger-Levrault édit., 1931-32.
- Les Finances de la 3^e République. Paris, Flammarion édit., 1937.
- LASSON (Robert). — La baisse de l'intérêt en Grande-Bretagne de 1932 à 1936. Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1936.
- LESCURE (Jean). — L'épargne en France. Paris, 1^{re} édition, Tenin édit., 1914 ; 2^e édition, Domat-Monchrestien édit., 1935.

(1) Afin de ne pas allonger cette bibliographie, il n'y a pas été fait état des ouvrages généraux d'Economie politique et de science financière dont nous avons fait usage.

L'HOMME (Jean). — Le taux de l'intérêt. Paris, Recueil Sirey édit., 1936.

LOUCHITCH (L.). — Les variations du taux de l'intérêt en France de 1800 à 1930. Paris, Alcan édit., 1930.

MALPAS (Jean). — Les mouvements internationaux de capitaux. Paris, Loviton édit., 1934.

MEYNIAL (Pierre). — La balance des comptes de quelques grands pays industriels. Paris, Dalloz édit., 1926.

JOURNAUX ET REVUES

Journal Officiel.

Le Temps financier.

L'Information.

Revue d'Economie Politique.

Revue Politique et Parlementaire.

Bulletin de la Statistique Générale de la France.

Bulletin de Statistique et de Législation comparée.

Bulletin de la Société de Banque Suisse.

The Federal Reserve Bulletin.

Variations mensuelles du taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe de juin 1928 à juillet 1937

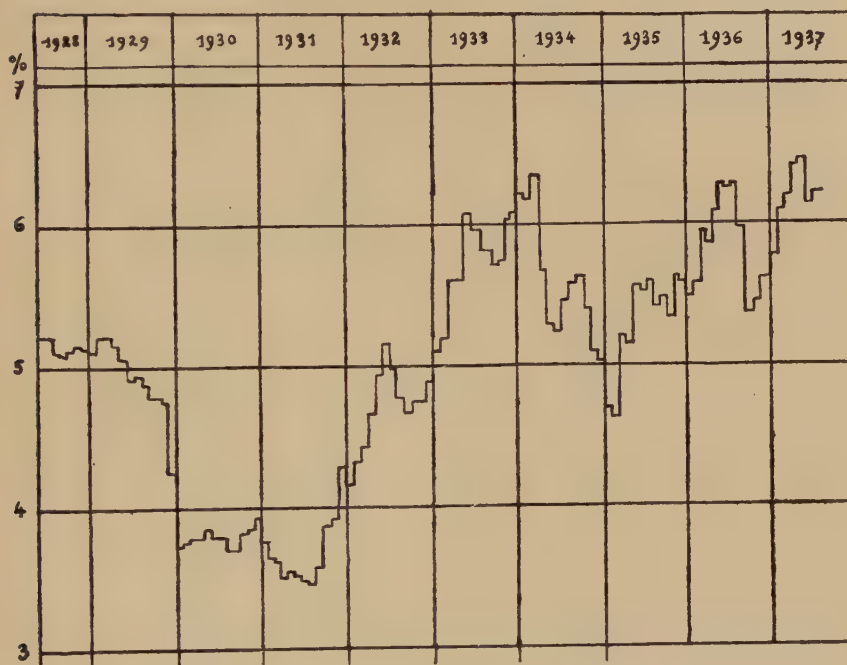


TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION	1
PREMIERE PARTIE. — ETUDE DES FAITS. LES VARIATIONS DU TAUX DE 1928 A 1936.....	3
CHAPITRE PREMIER. — <i>De la stabilisation de 1928 à l'alignement monétaire de 1936.....</i>	5
CHAPITRE II. — <i>Les variations du taux de l'escompte et des bons de la Défense nationale. Le taux de capitalisation des valeurs à revenu variable. La formation de l'épargne et les émissions publiques.....</i>	32
DEUXIEME PARTIE. — L'ÉVOLUTION DES CAUSES DE VARIATIONS.....	51
CHAPITRE PREMIER. — <i>La période d'avant-guerre</i>	56
CHAPITRE II. — <i>La période 1928-1936</i>	65
TROISIEME PARTIE. — L'ABAISSEMENT DU LOYER DE L'ARGENT; SON IMPORTANCE; SES MOYENS DE RÉALISATION	89
CHAPITRE PREMIER. — <i>L'importance de l'abaissement du loyer de l'argent</i>	91
CHAPITRE II. — <i>Les moyens de réaliser l'abaissement du loyer de l'argent</i>	107
CHAPITRE III. — <i>Les expériences étrangères.....</i>	134
QUATRIEME PARTIE. — LES DÉVALUATIONS DE 1936-37 ET LEURS CONSÉQUENCES SUR L'ÉVOLUTION DU TAUX.....	153
CONCLUSION	173
BIBLIOGRAPHIE	181

Imprimerie
H. JEHAN
Gaillon
France



